全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Shuizai
Yurou
Zhongguogushi

谁在鱼肉中国股市

水　皮／著



中国经济出版社
www.economyph.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Shuizai
Yurou
Zhongguogushi

谁在鱼肉中国股市

水 皮/著



中国经济出版社
www.economyph.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序 言

虽然每个投资者都知道“股市有风险，入市要谨慎”，但是几乎每个人都认为这话对自己并不适用，针对的不是自己，而是别人。

尽管针对的是别人，但是，我们发现，在累加了每一个“别人”之后，其实谁也躲避不了别人的命运。

为什么呢？

“螳螂捕蝉，黄雀在后”，自然界讲究“适者生存”，资本市场同样有自己的生态系统，有自己漫长的生物链。

谁都知道，由于先天的不足，中国股市理论上并不具备投资价值。有数据表明，14 年中国股市的资金投入全部加起来高达 24500 亿，但是现在的流通市值却不过 8000 亿到 9000 亿之间，差额部分被谁拿走了呢？被机构，被券商，被中介，被财政，被上市公司，被……

于是，你会发现，这个市场只有投机的价值，于是，你会发现，在这个投机的市场中，散户和机构之间共存共荣，相生相克，好比一个大海，有微生物，有小鱼，有大鱼，它们共同构筑了一个生态环态，形成了“股市生态”。

自然界描绘生态环境是从食物链入手的，一个生态环境中的食物链越多，生物的多样性越复杂，生态环境就越稳定。股市生态也如此，投资者的结构越复杂，“食物链”越多，股市的波动就越小，越稳定。

7000 万散户，无疑处在股市生物链的低端，他们既是这个市场的脊梁，同样也是这个市场的微生物和小鱼，正是他们的存在为庄家提供了食物来源，正是他们梦想战胜庄家的渴望和诱惑为庄家的存在提供了生存空间。散户在和庄家的博弈中，无论是信息还是资金都处在不对称状态，这种不对称注定他们成为绝大多数亏损的分母，他们中间不排除短线高手，那就好比虎口夺食，刺激是刺激，但是危险是真危险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

庄家则处在中国股市生物链的第二环。其实，庄家的确切表达应该是私募基金。因为庄家并不是确切的法律概念，所谓庄家无非是一种大资金的集合体。不同的时期，庄家的组成也不一样。早些时候，几个大户就是庄家，而现在则可能是一批不谋而合的基金。庄家的所作所为，更像股市中的食肉动物，主要的目标就是散户。

处在股市生物链第三环的则是机构，特别是公募基金，他们是管理层超常规培育的新市场主力。他们一方面享受管理层的"父爱"，一方面又扮演追涨杀跌的"坏小子"的角色。每一次重要的市场底部都是他们用股票砸出来的，每一次重要的市场头部又都是他们用钞票打出来的，他们的规模已经达到了3000亿，但是股市的投机度却因此一降再降，他们是股市中的恐龙，庞大而笨重，大多数是食草动物，而不是食肉动物。

券商曾经扮演过这个市场的主宰，现在依然处在生物链不可或缺的第四环，这是一个承上启下的环节。下对于投资者，不管是散户也好，机构也好，庄家也好，扮演的是经纪人，没有他们，谁也买不到股票；上对上市公司，没有他们的承销，上市公司就上不了市，圈不到钱。券商是一个吃了原告吃被告的角色。

与散户与机构的博弈不同，上市公司处在股市食物链的顶端。一级市场扫荡所有机构和散户，通吃全部的融资和再融资，只要拿到发审委的通行证，就取得了上市"吃人"的持权，连券商都难以幸免，因为包销而陷入困境的券商不计其数，而上市公司一边圈钱无数，一边又被悉数掏空，成为"抽血机"和"老虎机"。

股市的生态是脆弱的，这种脆弱不仅表现为年复一年的"大户消费年"，"机构消费年"，"券商消费年"，更表现在生物链的循环面临断裂的危险。如果我们把上市公司产生的业绩回报当作草的话，我们就会发现散户们无从吃"草"，从总体上看，投资者得到的上市公司红利不足以支付交易费用。一个无"草"可吃的生态中，大鱼只能吃小鱼，而小鱼如果被吃光，只能大鱼吃大鱼，最终大鱼也无法生存。

中国股市要健康发展，就必须改变股市生态，必须从投机市场向投资市场回归，在这个过程，注定无数的投资者要付出牺牲的代价，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

变成别人的鱼肉。

谁是中国股市的鱼肉？是包括散户，庄家、机构在内的投资者。谁又在鱼肉中国股市？是券商和上市公司，当然，还有投资者自己，谁为鱼肉，谁为刀俎？此一时，彼一时，谁又能说清楚？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录

中国股市生物链之一：散户 /1

毫无疑问，散户处在股市生物链的底端，毫无疑问，散户也是股市斗兽场的弱势人群。

如果把散户比作微生物，那么当凶残的食肉猛兽轰然倒地的时候，就是他们欢庆盛宴的时刻。

(一) 谁是弱势群体 /2

1. 我是散户我不弱智 /2
2. 大户是一种什么动物 /3
3. 谁说温州人永远不炒股 /5
4. 做股票是一件丢脸的事 /8

(二) 谁来维护投资者利益 /11

1. 绝大多数投资者的厌恶从何而来 /11
2. 银广夏的“秋菊”有多少 /17
3. 谁会真心乐意做股东 /19
4. 否决权为什么行之有效 /22

中国股市生物链之二：庄家 /25

庄家曾经是无数的散户梦幻战胜的天敌，寻庄，胜庄也曾经是无数的股市操作指南兜售的概念，与庄共舞更是投机的最高境界。

世界在变，庄家也在变。万变不离其宗的是对股价的操纵、做局、设套、截杀，他们是股市的食肉动物，散户就是他们的盘中餐。

(一) 金流通成了谁的小辫子 /26

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 四川长虹“炒”给谁看 /26
2. 法人股的流通市场在哪里 /29
3. 全流通成了谁的“小辫子” /32
4. C 股何以成为惊弓之鸟 /35
（二） 健力宝毁在谁的手里 /39
1. 李经纬欲哭无泪 /39
2. 健力宝毁在谁的手里 /40
3. 张海扮演的是什么角色 /43
（三） 中小企业板是谁的聚宝盆 /48
1. 创业板为什么不合时宜（上、中、下） /48
2. 深市赶的是哪一拨 /55
3. 中小企业板缘何“屈居”主板 /58
4. 中小企业板是谁的聚宝盆 /60
5. 中小企业板为什么“一股独大” /62
6. 中小企业板不是垃圾板 /65
（四） 德隆系是谁的悲哀 /68
1. 德隆系的出路在哪里 /68
2. 证监会应该当机立断 /72
（五） 吕梁替谁亡命天涯 /75
1. 吕梁为什么另案处理（上、下） /75
2. 以其之矛攻其之盾 /79
3. 庄股时代的结束 /80
（六） 谁让你永远不必等 /83
1. 谁为亿安科技埋单 /83
2. 赵笑云上哪里去了 /84
3. 卫星上天为什么“红旗落地” /86
4. 啤酒花：并非担保惹的祸 /88
5. 有些人你永远不必等 /89

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国股市生物链之三：机构 /92

涨时助涨，跌时助跌，市场的顶部是他们用钞票打出来的，市场的底部是他们用股票砸出来的。

机构是自然界的恐龙，庞大、笨重，绝大多数只是食草动物。

(一) 基金黑幕谁在导演 /93

1. 洪磊履新是个象征 /93
2. 第三个重点是基金 /94
3. 基金黑幕为什么没完没了（上、下）/95

(二) 基金学费谁在交纳 /101

1. 新基金为什么前赴后继 /101
2. 基金为什么会成为暴发户 /103
3. 基金炒股套牢的是谁 /105
4. 基金评级评给谁看 /107
5. 基金的花样年华何日重来 /109
6. 3000 亿学费能换来什么 /111

(三) 基金监管谁在呐喊 /114

1. 呜呼，忠良士何图 /114
2. 呜呼，“枭雄”兮满目 /116
3. 呜呼，诚信兮安在 /117

(四) 基金未来谁在谋划 /120

1. 从来就没有救世主 /120
2. 也没有神仙皇帝 /121
3. 我们要做自己的主人 /123
4. 这不是最后的斗争 /124

(五) QFII 谁在期待 /126

1. QFII 为什么充满猜想（上、中、下）/126
2. QFII 为什么此刻登场（上、下）/132
3. QFII 不会压迫人民币升值 /136

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. QFII 不仅看起来很美 /139
5. QFII 唱空的究竟是什么 /141
6. QDII 为什么呼声不断（上、下）/143
（六）保险资金谁在投资 /149
1. 项怀诚情系中石化 /149
2. 社保基金会不会成阿斗 /151
3. 保险资金上哪里去保险 /153
（七）机构博弈谁在赢利 /157
1. 损不足以奉有余 /157
2. 机构投资与民争利 /158
（八）中介机构谁在操纵 /161
1. 期交所为什么上调保证金 /161
2. 港交所为什么恼羞成怒 /163
3. 毕马威为什么会翻船 /165

中国股市生物链之四：券商 /168

水皮曾经说过，一次大行情消灭一个大券商，2004 年的事实却告诉我们，在没有行情的年份里，一次消灭的券商不是一个而是 8 个。

券商如今在股市的生物链中只能扮演残狼的角色，叼一口迷途羔羊而已。

（一）谁是券商的救世主 /169
1. 券商有泪不轻弹 /169
2. 券商发债能拯救谁 /171
3. 券商的救命稻草是什么 /173
（二）谁能够结束草莽时代 /177
1. N 券商的 N 种命运 /177
2. 草莽英雄结束草莽时代 /180
3. 大连证券为什么“斩立决”/182
（三）谁为券商的命运负责 /185

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 谁是新股发行的主体 /185
2. 大机构为什么总出事（上、下）/187
3. 券商是一种什么力量 /191

中国股市生物链之五：上市公司 /193

常常有人把上市公司比作证券市场的基石，但是很少有人认识到上市公司其实就是吃人不吐骨头的野兽。

在股市的生物链中，无论是散户、庄家、机构还是券商，他们扮演的角色或者吃人或者被人所食，而惟一没有风险的不是别人，正是上市公司。

（一）MBO 是谁的盛宴 /194
1. 独立董事不是遮羞布 /194
2. 伊利独董为什么闹独立 /195
3. 郑俊怀中了谁的埋伏 /198
4. MBO 为什么能够一夜暴富 /202
（二）大并购是谁的故事 /205
1. 柳传志的紧张从何而来 /205
2. 哈啤的尘埃是这样落定的 /208
3. 中关村是谁的滑铁卢 /210
4. 大块头未必有大智慧 /213
5. 郭广昌为什么胆大妄为 /215
6. 要约收购为什么频仍 /217
（三）郑百文是谁的成功 /220
1. 张继升不是活雷锋 /220
2. 郑百文为什么总幸运 /221
3. 张继升为什么重组郑百文 /223
4. 三联商社不是郑百文 /225
（四）银山化工是谁的耻辱 /229
1. 银山化工为什么“不幸”/229

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 银山化工为什么霸王硬上弓 /231
3. “死魂灵” 何以玩火自焚 /233
4. 裸泳是一种什么行为 /236
（五） 再融资是谁的风险 /239
1. 李东生为什么挥刀自残 /239
2. TCL 全是手机惹的祸 /241
3. 福田汽车是不是冤大头 /243
4. 马蔚华为什么铤而走险 /246
（六） 宝钢之乱是谁的灾难 /250
1. 宝钢之乱乱在哪里 /250
2. 宝钢之祸祸起萧墙 /253
3. 谁来扼制 2008 年的搅局 /256
4. 宝钢股份要不要讲政治 /259
（七） 外资股是谁的福星 /263
1. 深发展为什么能破例 /263
2. “洋桦林” 无心插柳柳成荫 /265
3. 外资股为什么登堂入室 /268
4. 富通昭和成为替罪羊 /270
5. 微软捅破最后的泡沫 /272
（八） 问题股是谁的教训 /275
1. 黄宏生案的启示在哪里（上、中、下） /275
2. 中国人寿的软肋在哪里 /284
3. “股转债” 或许是偏方 /286
4. 江苏琼花凸现什么风险 /289
5. 宏智科技何以成为 “双头鹰” /291
6. 董事长不是 “大熊猫” /294
7. 周正毅让人浮想联翩 /297
（九） IPO 是谁的快乐 /299
1. “苏泊尔现象” 是什么现象 /299
2. 南都置业 “识” 什么时务 /302

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 长江电力为什么逆势而上 /304
4. 潜江制药抽了谁的嘴巴 /306
5. 450 亿美元等于多少人民币 /308
6. 温家宝亲自拿起手术刀 /310

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国股市生物链之一：

散户

散户是7000万中国股市中小投资者的形象称谓，就如同我们从来都把股东叫做股民一样。

毫无疑问，散户处在股市生物链的底端，毫无疑问，散户也是股市斗兽场的弱势人群。悲天悯人的专家学者呼吁弱势人群远离险恶的中国股市，但是他们不清楚，如果这一切真的应验的话，中国股市还能存在吗？

散户生涯对于不少中小投资者而言已经成为一种生活状态，谁也没有剥夺弱势人群的生存权力。中国股市的管理层要做的只是把投资者利益保护落到实处，改善这种尔虞我诈的投资环境，还散户一个“公平、公正、公开”而已。

如果把散户比作微生物，那么当凶残的食肉猛兽轰然倒地的时候，就是他们欢庆盛宴的时刻。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谁是弱势群体

1. 我是散户我不弱智

2004 年讨论郑百文重组方案的时候，水皮曾经为 50%股权的无偿让渡设计写过《我是散户，我弱智》的杂谈。有段话是这么说的："在有的人眼中，中小股东也就是散户，不仅是弱势群体，简直就是弱智群体，所以要通过这种'创新'的重组方案给大家点教训，知道什么叫风险。"

中小散户到底是不是弱智群体？有人说是，有人说不是，大多数情况下大家都是凭感觉在说话，科学不科学、准确不准确谁也不敢较真，而最近一项北京居民投资行为调查表明，所谓的中小散户智商并不因为他们掌握的资产数量而受到局限，相反，反映出来的觉悟和心理承受能力要远远超出大家的意料。

比如，在对政府行为的期望排名中，87.4%的投资者希望政府进行宏观制度的建设，而不是托市，作出这种选择的人中间有半数以上并不确切了解"托市"和"监管"的确切分野，如果考虑到这项调查是在股市暴跌 700 余点之后进行的，全世界各地上哪儿去找这样的股民？再拿散户说事又于心何忍？

又比如，在对市场影响力的人群排序中，经济学家得到了广泛的认同，比例占 38.7%，而政府官员则排在第二，比例占 17.7%，所谓的股评家排在最后，比例仅占 4.2%。联想到吴敬琏先生两度当选中央电视台年度经济人物，联想到 2001 年市场在震荡中政府不同部门官员评论造成的种种不和谐影响，联想到证监会对"黑嘴"的规范，这种排名也是理所当然的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实上，在被调查的未来一年中有投资计划的876名被访者中，受过高等教育的人占到78%，他们并不像有的人描写的那样，整天守在电子屏幕下，东打听，西打听，更不像有的人想像中的全是下岗职工。

再比如，在对投资品种选择考虑因素的排序中，管理团队的因素排在最后，排在此前的分别为政府背景、财务数据、经营理念、是否有庄、产品概念、经营业绩。

大家知道，中国的上市公司基本上由国营企业改制而来，换汤不换药，所以哪怕自己在作包装时，也从来不把管理团队当作公司的核心资源。

而正确的理念告诉我们，投资股票、投资上市公司实际就是对经营者的一种选择。这种情况反映的不是投资者的投机心态，恰恰反映的是目前中国上市公司的现实。

调查还显示，在经历了那么悲惨的套牢之后，还有10%的人对资本市场高速增长非常有信心，64%的人有信心，没信心的只有17%。

我们是散户，但是我们智商并不弱，关键的不是如何教育我们，而是，不说大家也知道。

2. 大户是一种什么动物

如果我们把股市看作是一个动物世界，那么大户会是一种什么动物呢？

答案是一种不大不小、承上启下的动物。它既没有狮虎般的威仪，却也没有蜂蚁般那么渺小；虽然没有山中之王那般凶猛，但也不至于像圈养的猪羊一般任人宰割。在生物链中，它就像一只螳螂，那只“螳螂捕蝉，黄雀在后”中的螳螂。

作为人在江湖的“螳螂”，有时候想改变身份也仅仅是一种幻想，更多的是身不由己。

尤海涛是这样。

别看尤先生现在“堕落”到了开黑车与出租车抢客的地步，别看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他300万的资金只剩下了70万，别看他口口声声想转行干点实业，但是他的心思依然在股市上，就是他想干实业的本钱，他依然寄希望于解套的资金，你能说他就此“戒赌”了断红尘？恐怕连他自己都不相信。

丛翊也是这样。

当然丛翊的处境和尤海涛不一样，如果说尤海涛更多的是一种无奈的话，那么丛翊和他的区别就是一种志得意满后的感慨，说尖刻点是一种“卖乖”，是一种“矫情”。水皮并不怀疑丛翊寻找项目想办公司的真诚，只不过想问丛翊一句，经历了股市暴利的剧烈洗礼，你还能看得上哪个行业给你带来的“蝇头小利”，你在股市里练就的那副坚强神经，除了期货之外还有什么能够对它构成考验？

我们在评价尤海涛和丛翊的时候，有一个前提是不能忘却的，那就是，他们都是男人，都是有强烈家庭责任的男人，尤海涛开黑车是为补贴家用，丛翎的想法起始于老婆回娘家时的静思。这些都是一种暗示，成功的男人绝不是那种仅仅为家庭体现个人价值的男人，他们最终都抱有为社会承认的价值观，实业是他们实现这种价值的出路之一，毕竟股市创造的财富仅仅就是别人财富的转换。

闻欣羽的经历最能说明问题。

号称“辣手快刀”的闻小姐虽然少年得志，但也经历过磨难，半年的行情吃掉了三年的积累，卷土重来靠的是卖掉奔驰的50万“原始股”。因为她明白一个道理，股市里赔掉的钱只能从股市中找回来。干实业，除了给你一份心灵的宁静和安慰，是不会给你带来股市般的暴利的。

有人说，按性别划分，女人比男人更适合“炒”股票。为什么呢？因为女性是感性动物，而男人则属理性动物，在中国这么一个不完整的资本市场，在一个基本只有投机价值没有投资价值的市场，理性的遭遇要么就是头破血流，要么就是生不如死，能够踏着烈士的血迹前进的，能够不断从失败走向胜利的只有像孙晓玲这样的女中豪杰、巾帼英雄。

孙晓玲并不是天生的短线“高手”，孙晓玲的成长过程也是充满“血腥”的，也有向父母“借钱”的尴尬，也有心灰意冷、淡出江湖

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的境遇，但是最终女性的感性帮助她体味到了市场的真谛。但是，水皮却认为孙晓玲之所以能从屡战屡败到屡败屡战，最后能够到达屡战屡胜的阶段，和她女性身份也是分不开的。首先，她有一个好丈夫，不管任何时候都无条件支持她的好丈夫，这样她有一个稳定的后方；其次，她有一个收入稳定的丈夫，这很重要，因为这决定孙女士作为投资者输得起输不起；第三，因为有这样一个丈夫，所以孙女士能够心无旁骛地一门心思“炒股”，孙女士是不会想到“实业救国”或体现她的社会价值的，这非常容易地使孙女士成为一个单纯的股民。

只有那些成功的股民才不讳言自己现在并且将来的职业身份，身为“螳螂”能捕蝉就行，如果整天想着身后的黄雀，生存的过程又该是多么的痛苦。

中国股民作为“螳螂”，百折不挠的多，见好就收的少，来回“拉抽屉”的多，满载而归的少。

这完全是动物本能使然。

大户，只不过是一只螳螂而已。

3.谁说温州人永远不炒股

温州在中国的经济版图上好像永远是个另类，温州人好像也永远充满着非议。25 年前，温州模式搞得全国人民目瞪口呆，25 年后，温州炒房团又再次搅得全国房地产市场昏天黑地，说什么的都有。

有人说，地球上有人的地方就有温州人，温州人说，你错了，地球上只要有老鼠的地方就有温州人。

是温州人天性就喜欢背井离乡吗？

不是的。世界上没一个种群喜欢过流浪的日子，包括吉普赛人在内。温州人遍布天涯，是因为温州本地地少人多，温州的那方水土养不活那么多勤劳的温州人，勤劳的温州人只有远离本地开拓新的生存空间。从骨子里讲，勤劳的温州人血液里充满了冒险的基因，这种基因是企业和企业家们成功的不可或缺的基础。

中国历史上曾经辉煌一时的区域性商人，有山西的晋商，有安徽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的徽商，也有说大不小、说小不大的浙商，但是从目前遍布全国各地的温州商会来看，温州人显然已经成为一道风景。

问题是，这么具有冒险精神的，同时又是富有的温州人为什么对炒股就不感兴趣呢？

有人说，这正好反映了中国股市的软肋，不公平、不公开、不公正、不透明，温州人对这种只知己不知彼的游戏没兴趣；

有人说，这和温州人崇尚实业有关，温州人相信看得见、摸得着的东西，虚拟经济太虚，温州人比较实在；

有人说，这和温州人勤劳致富的天性有关，温州人做生意做惯了，讲究“童叟无欺”，玩不惯这种真真假假的炒作。

种种说法都有道理，但是种种说法却又都不能解释一个事实，那就是温州人为什么不炒股却炒楼，难道仅仅是因为楼房要比股票实在吗？

温州人可以成群结队在当地媒体组织下南征北战，可以成群结队扫荡杭州、上海、南京、北京、成都的楼盘，可以动辄以团购的力量吃下整幢整幢的楼盘，可以一掷“亿”金而抬高所到之地的楼价，为什么却不会出现像宁波解放南路那样的“涨停板敢死队”呢？

缺乏有效的组织是一个问题。

温州人有点像日本人，喜欢抱团。一个温州人是条虫，三个温州人就是一条龙。一个温州人打死他，他也不敢跑到宁夏去炒楼，但是几十个温州人就敢跑到西部城市去下注。温州炒房团的背后是媒体，没有媒体的组织，温州就不会出现炒房团。媒体可以组织炒房团，媒体可以组织炒股团吗？

缺乏头羊效应是另一个问题。

沪深股市 1300 多家，一家温州的企业也没有。有人以为是温州的企业不愿上市，其实这是曲解。中国股市没有“温州产”，原因不是温州企业不想上市，和资本市场过不去，而是没有正常的通道让温州企业规规矩矩地上市，清清白白地上市。额度制的时候，温州分不到额度，审核制的时候，温州的企业又都是民营企业，中国股市有自己的特殊使命，要为国有企业解贫脱困服务，温州充其量只能是点缀。既然是点缀，又何必选择温州呢？一个没有温州企业的市场，不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仅对温州企业没有吸引力，对温州人民同样没有吸引力。中国股市的发展史告诉我们，区域性的市场拓展和当地企业的上市有直接的关联，上海老八股时代，投资者集中在上海，北京天龙天桥上市，北京产生第一代股民。罗杰斯声称自己不做不熟悉的行业，温州人发现在股市上找不到自己熟悉的企业。

谁敢说温州企业不想上市？

谁也不敢。

因为南存辉的正泰集团就在谋求上市，而且所谋不是一天两天，而是整整谋了 8 年。8 年可以打一个抗日战争，南存辉的执著还不能说明问题吗？

正泰是温州企业的榜样，31 亿的资产，100 亿的产值和每年 5 个亿的税金是硬指标；南存辉是温州人的骄傲，这个文化程度并不高的私营企业主一直在谋求企业的非家族化和永续经营。

南存辉认为，正泰上市融资是一方面，更关键的是可以以上市的要求来规范自己的经营行为，提升企业的核心竞争力。正泰的上市极有可能成为温州板块的头羊，改变温州人对资本市的畏惧和避让，吸引温州的民间资本进入沪深股市。

来自温州的最新数据表明，2004 年 4 月份温州人民币存款出现近年来少见的负增长。4 月份人民币存款余额为 1816 亿元，比上月减少 20 亿元，人民币贷款余额为 1487 亿元，同比少增加 16 亿元，不到去年同期的 1/3，商业贷款额下降 10 亿元，而与此同时，民间借贷利率则达到月息 8.999‰，大约为银行的一倍左右。一方面是温州企业间接融资成本居高不下，一方面是温州人挟巨资到处游击炒楼盘，费心劳神，舍近求远。

温州人和资本市场没有深仇大恨，谁也不敢说温州人永远不炒股，温州人跟随温州企业进入股市，对于市场的意义不仅仅在 1000 多亿增量资金，更多的会是一种健康的力量，这种力量的能量要比 1000 亿人民币大得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 做股票是一件丢脸的事

做股票是一件丢脸的事吗?

当然不是。否则的话，全国逾 7000 万股民岂不都成了没脸没皮的东西? 7000 万哪、那不是一个小数目!

难说不是。否则的话，证券市场周刊报道中的一句话怎么会引起那么大的反响呢，以至于编辑部没完没了的刊发读者的来信，形成了近期的一个热门话题。

说做股票不丢脸的人都是不做股票的人，因为不做股票说做股票的人丢脸，那是骂人；说做股票丢脸的人都是做股票的人，因为做股票说做股票的人丢脸，那不是骂人，就算是，也是自己骂自己，不会影响到别人。

问题是，在中国做股票的人是不是天生就是贱货，就喜欢自虐，就乐意自己不把自己当人看，就喜欢糟塌自己?

合肥的读者郝加淇的总结就很有意思，现摘抄在此，奇文共欣赏：

1993 年炒股代名词是有钱，那时 99% 的人不知股票为何物，炒股票还要瞒着亲朋好友；

1994 年炒股的代名词是有学问，因此经历过熊市的股民，就是大师和专家；

1995 年炒股的代名词是高科技，股票机的出现让炒股者成为时代的先行者；

1996 ~ 1997 年炒股的代名词是光荣，因为大牛市让炒股的人扬眉吐气，相当一批人辞职做职业投资者；

1998 ~ 1999 年炒股的代名词是学习，因为股价在这两年分化，不再齐涨齐跌，这是一个刻苦的年代，要学习、要研究；

2000 年炒股的代名词是网络，由于网络的泡沫，连美国的巴菲特都一度对自己产生了怀疑；

2001 ~ 2002 年炒股没有代名词，因为随着大扩容，股民越来越

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多，炒股太普通了；

2003年炒股的代名词是亏损，网上流传“嫁给炒股男人的十个理由”，说炒股的男人有事业心、不服输、耐心、抗打击能力强，可就是不赚钱；

2004年炒股的代名词是丢人，为什么？德隆倒了，坐庄丢人；QFII赔了，投资丢人；ST出仙股了，投机丢人；基金亏损，券商困难，机构丢人；证券分析师受人尊敬程度倒数第一，专家丢人。因此，“奉劝各位，出门千万别说您是做股票的，哪怕说您是卖茶叶蛋的，劳动最光荣呀”。

郝加淇1993年初入市，1995年把股票机藏在课桌里偷偷看的时候还是个学生，一个令人羡慕的新新人类学生。10年过去了，郝加淇的股票机换成了手机，拥有移动证券功能的手机不仅能收看实盘走势，而且还能进行在线交易，但是他却感到“不仅炒股票丢人，（而且）只要你跟股票沾点边就丢人”。这是犯贱吗？不是，这是心的倾诉，这是爱的呼唤。

郝加淇是个股民，如果我们认为股民的言论带有情绪，那么不妨看看券商。应健中是老江湖，现在在证券公司领薪，在应的眼中不仅“股票是不好玩了，证券行当也难玩了”。为什么？因为这个市场好人都走了，坏人都溜了，剩下来的人要么是傻瓜，要么就是“既不是好人，又不是坏人的庸人”。

中国股市有过花样的年华，中国股民有过欢乐的时光。那个时候，我们不讨论全流通，也没有大扩容，更没有超常规培育起来的机构投资者。我们自娱自乐，我们知道股市跌下去不可怕，因为会涨回来，我们知道套牢也不可怕，因为有“解放军”，是谁改变了游戏的规则，又是谁让我们对未来如此悲观？

水皮对于股市一直信奉“麻将理论”，一直认为股市就是一个多数人赔钱、少数人赚钱的地方（就这个特性而言，股市和赌场是一回事）。一直认为“小赌怡情，大赌伤身”。但是多数人赔钱不能赔多了，赔多了就把市场的主体给赔伤了，就不会再有新的力量继续玩下去；少数人赚钱不能赚少了，赚少了就没有财富的示范效应，不足以打动大家暴富的神经，用打麻将的术语讲，股市就是一个“一卷三”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的地方，而不是一个“三卷一”的地方。“一卷三”的麻将打得下去，“三卷一”的麻将是打不下去的。现在的情景是绝大多数人赔钱，赔的不是一点点，而是很惨，极少数赚钱，赚的不是很多，而是很少，所有打牌的人都觉得这个牌打得紧张，打得疲惫，打得心惊肉跳，不知道什么算打好，也不知道什么算打不好，打好了不知道能不能挣，打输了不知道会赔到哪里去。二级市场赔钱，一级市场也赔钱，新股上市就跌破发行价，新股不败不是神笑成笑话，新股配售配成了新的圈套，发审委的发审会却越开越疯，中小企业板开始“大跃进”，要把失去的 3 年时间补回来，“国九点”成了空头支票，管理层满腹的牢骚根本就没有人愿意理睬、愿意相信、愿意听。

做股票真的是一件丢脸的事吗？

如果是，那么，管理层的颜面何在？如果不是，管理层又怎么让人信服？

互联网泡沫破灭的时候，水皮曾经写过杂谈，“谁叫我 CEO，我跟谁急”，如今做股票成了一件丢脸的事，水皮却怎么也说不出那句话，谁说我做股票，我跟谁急。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谁来维护投资者利益

1. 绝大多数投资者的厌恶从何而来

龚为伟，常州人氏，现年60有5，从事证券投资已经10年，因为喜欢读水皮杂谈，因此将其耗时一月有余写就的5000字长文寄到水皮处。龚先生自述，“文章较长也较尖锐（但都是实话），估计被刊用的概率极低，只是表达相当一批中小投资人的心声，能起到这点作用就很满足了”。龚先生的表述令水皮为之动容，细读龚文更为老先生的辨析所折服，言辞看似偏激，实质中肯，为满足龚文上网的愿望，现略作编辑，抄录如下：

中国股市：一个令绝大多数投资人厌恶的市场

9月9日，当上证综指跌破1300点“铁底”，次日，由新华社主办的《上海证券报》头版发表题为《拯救股市》的评论员文章尖锐指出，中国股市成为了一个令绝大多数投资者厌恶的市场。人们也许不会忘记，自2000年5月下旬起长达一年多的时间里，祖国大陆的主流媒体不断报道台湾股市暴跌，金融风暴逼近台湾的消息。但此后不久就轮到大陆沪深股市暴跌，这一跌就是3年多。此时此刻，大陆投资人不禁感慨万千！

众所周知，股市是一个国家（地区）政治经济的晴雨表。自中国股市建立以来的14年中，我国政治稳定，经济持续高增长，特别是最近几年，全球经济惨淡经营，惟独中国经济一枝独秀。然而，中国股市并未随着政治稳定和经济高增长而步步扬升，反而出现3年多来的不断下跌。与2001年6月13日的历史峰值相比，上市公司从1209家增加到1471家（截至2004年9月13日），但市价总值损失高达

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1.8万亿元，其中A股流通市值猛降6500亿元，投资人特别是数千万中小投资者遭受巨大损失。今年2月1日，国务院发布《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》也未能挽救节节下挫的沪深股市。有人不无感慨地说，在中国，一帮不懂市场经济的人，却在管理和运作一个市场化程度极高的股市，这个市场能搞好，那才怪了！

股权分置无疑是背离市场经济法则及其运行规律的，但股权分置在中国有其历史背景，因而不应指责当年股权分置的设计者。问题是，十几年后，随着市场规模的不断扩大，当政府和管理层意识到解决股权分置"迫在眉睫"时，如能依据市场经济法则，遵循价值规律，以保护为中国股市作出巨大贡献的最广大投资者利益为宗旨，那么解决类似股权分置这样的历史重大遗留问题，从而实现市场平稳过度，并实现市场参与各方多赢是大有希望的。

遗憾的是，我们的政府和管理层，既是股权分置的设计者，同时又是国有股的拥有者（国有控股上市公司的最大老板）；因而，政府和管理层在解决股权分置，制定国有股减持、流通等一系列涉及财富重新分配的敏感问题上势必继续背离市场经济法则，与民争利。其结果是严重损害社会公众股股东权益，动摇投资大众信心，股市暴跌势在必然。

股市的重要功能之一是优化资源配置。在西方，股市造就了相当一批发展前景好、竞争力强、回报股东优的跨国公司，而这些公司所在国家大都成为经济强国。

反观中国股市，自建立之日起，便被定位为，为"国企解困"服务的市场。正是在这一思想指导下，多年来，一大批不符合上市条件的国企乔装打扮混入股市。对此，早在1997年6月16日，有识之士便在《人民日报》头版撰文指出，由于种种原因，至今上市热潮仍愈演愈烈。为了上市，可谓千方百计，不计成本。这种长期争上市的现象，在国际上是少见的。文章接着说，相当一批企业把搞股份制等同集资手段……进而把上市募集的资本金看作"不必还本的无期贷款"。代价如此低廉的资金，谁人不争？……由此容易产生越轨举动，出现虚假行为……文章还一针见血地指出，上市后往往换汤不换药……根

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本无法按招股说明书运作。因此其所作所为必将危害企业，危害市场，危害投资者。就在这篇文章发表后的第3天，《人民日报》经济视点栏目又刊登记者题为《稳妥发展直接融资》的文章说，一些专家认为，发行股票、债券固然可以改善企业的负债结构，降低银行的不良资产，但并不必然带来企业经济效益的好转和经营机制的改变。在当前融资行为不够规范，企业资信状况不太理想，社会信用观念不是很强的情况下，不顾现实条件，盲目大力发展直接融资，有时会带来比间接融资更大的风险。

毫无疑问，今天中国股市的窘境，与长期“大干快上”的指导思想密不可分。而一个“大干快上”的股市必然导致优化资源配置功能异化，股市成了国企和上市公司最大的圈钱场所以及盘剥老百姓的最大市场。事实上，目前中国股市几乎所有功能都已丧失，惟有圈钱功能越来越红火，难道不值得反思？如今中国股市沦为一个令绝大多数投资者厌恶的市场。不知政府高层和监管当局对此评价作何感想?!

其实，与中国股市有着同样悲惨命运的还有中国邮市。原因是政府将股票、邮票当作人民币第二在印制、发行。

如果说上市公司是股市的基石，那么公司质量又是基石的基石。

统计数据显示，截至目前，上市公司从股市募集资金超过8000亿元。无须还本付息的巨额资金并未使上市公司做大做强。而一年优，二年平，三年亏，四年ST却成为众多上市公司的真实写照。不少企业和上市公司无法在经营业绩上取胜，于是，造假圈钱成了这些企业骗取上市资格和混迹于股市的惟一法宝。而政府主管部门或地方政府参与造假更是层出不穷。早在1999年6月16日，原财政部副部长张佑才在全国会计师（审计）事务所改制工作会议上就指出，当前会计市场的核心问题是作假。上市公司包装成为“伪装”，“政府授意，企业编造，事务所视假为真或通同作弊”情况相当普遍，并呈发展态势，已到了不能容忍的地步（见1999年6月22日《服务导报》）。3年后的9月10日，《上海证券报》、《拯救股市》的评论员文章又一次指出，有研究人员曾对沪深两市1300多家上市公司进行统计，发现含金量高，值得投资的上市公司仅占上市公司总量的1/10……相当一部分上市公司的诚信度很低。坍塌的基石必然动摇投资大众的信心。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于多数上市公司经营业绩每况愈下，根本无法回报股东。即使赢利较好的少数公司，现金分红也是少而又少，甚至不分配。尽管回报股东极少，但在政府和管理层宽松政策的支持下，上市公司圈钱胃口却越来越大，少则数十亿，多则上百亿元，圈钱手法更是不断翻新，配股、增发、发转债、整体（分拆）上市等恶性圈钱令投资人不堪重负，纷纷逃离市场，股市哪能不暴跌?!

人们注意到，上证联合一项研究报告表明，美国上市公司平均18.5年才配股一次，增发数量也极少，时间间隔也相当长（见2002年3月26日《中国证券报》）。不难想像，监管当局之所以严把再融资关口，无疑是为了保证上市公司质量和维护投资人利益。中国投资者不禁要问，近年来，政府和管理层不断引进成熟市场的许多监管理念和做法，为何不借鉴美国严格上市公司再融资机制，以遏制中国上市公司圈钱潮?!

我国证券市场与境外证券市场的另一主要差异是，上市公司、中介机构、券商、机构投资者（包括基金）、交易所等，大都为国有或国有控股企业，而监管机构又从属于政府（正部级）。从某种意义上讲，这一群体的利益是一致的。因而，政府和管理层在制定相关法律、法规、政策等时，大都有意无意向这一群体倾斜。很显然，这样一个市场，真正意义上的“三公”原则就很难体现（见2003年11月15日《证券市场周刊》第4页《也谈境内外证券市场之差异》一文）。

一个不争的事实是，中国股市建立以来，占市场90%以上的广大中小投资人亏损累累，合法权益屡遭侵害而得不到有效保护。正因为如此，中国股市成了绝大多数投资人厌恶的市场便不足为奇。事实上，在中国股市这样一个组成结构的市场，将保护中小投资人权益作为工作“重中之重”来抓，只是一种姿态，很难落到实处。

如今，绝大多数中小投资人并不要求政府和管理层给于特殊待遇并保证他们在股市都能赚钱。只希望在一个公平、公开、公正的市场里，与政府控股的券商、机构投资者（包括基金）等公平竞争；当合法权益受到侵害时能得到有效保护。然而，中国股市几乎所有政策、法规并不关心中小投资人权益，即使政策、法规有规定也只是停留在字面上，而法律的天平也极少向中小投资人这个市场中最大的弱势群

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

体倾斜。

美国股市作为全球成熟市场的代表，其监管和司法当局对中小投资人的保护给中国股票投资人留下极为深刻的印象。比如美国山登公司1995～1997年的年报虚报收入，诈骗股东，投资人经历长达3年的诉讼，2001年8月28日，法院作出判决，股民获得31.85亿美元的巨额赔偿（见2001年12月《新财富》)。相比之下，红光实业、郑百文、蓝田股份、银广夏等，造假上市，虚假利润给成千上万中小投资人带来的巨额损失至今得不到应有赔偿。

中国证监会规划委员会委员波涛先生，2003年10月20日在《中国证券报》发表题为《股市走入困境的根本原因是不能公平对待二级市场投资者》的长篇研究文章。文章极具说服力地以大量数据并配以多幅图表向公众显示，自中国股市建立以来，国家财政、上市公司非流通股股东、券商、证券投资中介机构、基金管理公司这五大类市场参与各方都各自获得了巨大的经济利益，获利总额高达1.7万亿元。而二级市场投资者对国内A股市场从1992年以来的“预期投资收益”为亏损8909.79亿元。如此强烈反差的数据，怎么不令绝大多数投资人厌恶中国股市?!

中国股市走过的14年风雨历程深刻揭示，一个不能代表最广大投资人利益的市场必将陷入困境乃至走进死胡同。近日，笔者重读《人民日报》1999年6月15日头版题为《坚定信心规范发展》的特约评论员文章引发颇多思考。不难看出，在二十世纪行将结束之际，我们的政府和管理层多么希望通过一篇顶级权威文章，坚定投资大众信心，将一个规范的、充满生机与活力的证券市场带入二十一世纪。但令政府和管理层始料不及的是，进入新世纪，特别是最近3年多，中国股市连连大幅下跌，广大投资人对股市的信心几乎丧失殆尽。笔者以为，与其说对市场失去信心，倒不如说投资人对管理层的一系列股市政策信心不足，再具体地说，投资人对“一帮不懂市场经济”的人管理和运作的股市失去信心！

9月13日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议。会议要求，抓紧落实《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》。受此消息鼓舞，沪深股市仅5个交易日便暴涨16%以上。但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多数中小投资人仍然谨慎面对突如其来的暴涨行情，因为类似这样的暴涨，而后又是绵绵不断下跌的股市投资人已经历多次，亏损一次比一次加大。很显然，重振投资人信心绝非易事。

中国股市何处去？谁来拯救中国股市?！已成为经济和金融领域关注的焦点。

笔者以为，中国股市未来发展似有两条道路可供选择：

一是继续“大干快上”为国企解困服务；而政府和管理层继续与国有或国有控股的上市公司、中介机构、券商、机构投资者（包括基金）等“团结、战斗、胜利”在一起，使“国有股市”继续成为上市公司的圈钱场所。显然，这个无视投资人权益的市场必将继续令绝大多数投资人厌恶，并最终导致投资大众信心崩溃，股市崩盘，从而危及国家经济和金融安全。届时，承担股市风险的不仅仅是 7000 万投资人，也许整个社会都会为之付出沉重代价。

另一条道路是，政府和管理层以最大的勇气和决心，彻底转变监管理念，回到市场经济的轨道上来，将保护最广大投资人权益放在监管工作的首位，加速贯彻落实投资人寄予厚望的“国九条”，使投资大众真正感受到政府和管理层开始关注和保护他们的权益。比如管理层实施更为严格的再融资机制，宝钢、华夏银行等最新圈钱计划被紧急叫停；类似电广传媒“以股抵债”这种赤裸裸掠夺中小股东血汗钱的所谓金融创新被立即废止；银广夏等造假公司及其相关责任人受到严惩，投资人获得应有赔偿。凡此种种，如果政府和管理层在短时间里为拯救股市采取强有力措施，那么恢复投资大众信心无疑是有希望的。

其实，保护中小投资人就是保护证券市场，正如史美伦女士所指出的，一个市场的活力是由中小投资者提供的，因为他们是这个市场人数最多的群体。我时常强调，要是投资者对市场没信心，不进来，其他的再怎么发展也作用不大（摘自 2002 年第二期《财经》）。人们期盼，我们的管理层能早点明白这一简单道理。

水皮认为龚文最有价值的分析在于对上市公司“大干快上”的评论，形象、生动、深刻，尤其引用 1997 年《人民日报》的评论员文章堪称精彩，如果尚福林同志能读到此文，希望能有所启发。投资者对市场的厌恶，其实是“爱之深，恨之切”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 银广夏的“秋菊”有多少

中国的老百姓是世界上最好的老百姓，中国的老百姓打官司一定是没有办法的选择，打官司为的是找个讲理的地方；

中国的股民是世界上最好的股民，中国的股民打官司一定是没有办法的选择，打官司为的也是找个讲理的地方；

中国老百姓打官司的代表叫秋菊，中国股民打官司的命运实际上就是中国老百姓打官司的命运，中国股民打官司的命运就是秋菊打官司的命运。

秋菊打官司一开始就是想要一个讲法，中国股民打官司最后的结果可能也就是一个说法，在这一点上，中国股民打官司的境界没有秋菊高，因此，命运实际上连秋菊都不如。

2004 年 4 月 20 日，银川中院宣布受理银广夏索赔案。这样拖了整整 2 年的银广夏案终于可以开庭了。为什么会拖了这么长的时间，银川方面没有解释，反正不管怎么说受理总比不受理好，否则再过 3 天，就过了 2 年讼诉期限，银川方面不受理也就不受理了，银广夏的股民连个讲理的地方都没有，你们又能把银川怎么样?!

银广夏曾经号称中国第一大蓝筹股，曾经有股评家实地探访后写出深信不疑的专著，但是《财经》杂志的一篇报道戳穿了这场骗局。银广夏为什么要炮制这么大一个骗局？为什么要不惜巨额投资的代价制造二氧化碳萃取的神话？为什么不辞辛劳地跑到德国去成立皮包公司编造假卖假买的合同？至今我们仍找不到合乎常理的解释；因为银广夏在这个造假运动的过程中自身并没有什么经济收益，既没有配股，也没有增发，更没有自己坐庄，难道会仅仅为中经开和大成旗下的基金作配合而无私奉献？

银广夏位于西部，位于边缘的宁夏回族自治区。银广夏曾经被誉为西部开发的榜样，曾经接待过很多党和国家领导人，银广夏更多的时候是一个政治典型、业绩工程，这种行事准则是一般的投资者所无法理解的，银广夏某种程度上讲，与其说是一个经济事件，不如说是一个政治事件。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

否则，很多事情是解释不通的。

案件拖了两年不受理是因为不能受理。

在这两年之中，银广夏经过重组，资产已经所剩无几，偿还子公司和银行的欠债达7个亿。2003年的年报显示，银广夏一年的主营收入才1140万元，而亏损却高达6109.86万元，每股收益是-0.12元，调整后的净资产是负的每股1.49元，严重资不抵债。

而现在等待向银广夏索赔的股民又有多少呢？整整8万人。

8万人是一个什么概念？假设每个人索赔的金额是10000元，那么总额就是8个亿，假设每个人的索赔是1000元，那么总额就是8000万，假设每个人只要100元，那么总额也会超过800万。现在银广夏账上又有多少钱呢？银广夏账上的现金只有300多万。

银广夏是一个事实上破产的公司，这样的公司早已失去民事行为责任人的法人资格。把银广夏当被告实际上已经失去了打民事索赔官司的一般意义，索赔根本就是一个不可能的事情。

因此，银广夏的董秘公开声称，赔不起；

因此，银川中院在向原告送达受理通知时同时提示讼诉风险，明确提示被告没有足够可供执行的资产，打官司的后果可能是竹篮打水一场空。

因此，银广夏的老股民不得不面对这么一个问题，那就是继续贴进精力和金钱去打一场不可能有收益的官司，还是就此罢手自认倒霉，减少新的无谓的损害。

打还是不打，是每个索赔者必须作出的选择。

银广夏的索赔完全可能是另外一种情景。

如果当时对银广夏实施财产保全、冻结所谓的重组；

如果当时对中天勤会计师事务所不是立马吊销资格而是冻结资产；

如果……

可惜，没有“如果”。

银广夏的索赔现在只能导致银广夏的退市，银广夏近期的走势也在证明这一点。事实上，对于银广夏的索赔也就是对现有股东的索赔，是银广夏的老股民对新股民的索赔，公司从来就不是一个抽象的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

概念。

这样的民事索赔又有什么意思呢？

3. 谁会真心乐意做股东

北京人和上海人

北京是中国的首都，北京人把首都城外的地方都看成是基层，在全国所有的“基层”中惟一不把北京人放在眼中的是上海，因为在上海人的心目中，除了上海滩，所有的地方都是乡下。

高中生韩寒为了出书从上海来到北京，在这个小上海看来，北京留给他的印象就是一个字，“土”。出言尖刻的韩寒担心指不定哪天首都北京被人“大西北开发掉了”。韩寒是上海人，上海人和北京人之间说话是很难客观的，而水皮是苏州人，既在上海住过，现在户口又在北京，而且经常在这两个地方飞来飞去，因此，水皮看这两个城市就比较客观、真实。

实话实说，北京的确有点土气。

1986年的春天，水皮从上海来北京进行考研的复试，北京的立交桥、北京的地下铁，甚至北京前三门大街旁数十层的大板楼都给他留下了深刻的印象，这些上海哪有啊。上海来的同学既羡慕又犯酸，他们动不动就说，有什么稀奇的，还不都是阿拉上海上交的财政修的？但是慢慢地，上海人就不说这种酸词了，上海的高架桥起来了，上海的磁悬浮起来了，上海的大厦一座比一座漂亮，上海的东方明珠电视塔不知道比北京西三环边上光秃秃的中央电视塔要漂亮多少倍，于是北京“老土咯”就成了上海人的口头禅。

北京是中国的首都，北京的面貌实际就是当代中国的面貌，北方城市的面貌；而上海现在都快成为亚洲的时尚之都了，上海比北京洋气是正常的，北京人被上海人数落并不丢人。

但是，北京和上海最大的区别并不在城市建筑上，而在于生活于这些建筑中的人过的日子。

很久以来，水皮一直在为身为北京人而苦恼，和上海相比，北京

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好像什么东西都贵，吃饭贵，买东西贵，房价贵就更不用提了，北京人的收入却没有上海人多，北京人的日子怎么过？水皮的困惑，张树新也有。这个当年瀛海威的女强人住在北京北四环边上的深蓝华亭，这是一个在北京四环都卖到每平方米近万元的高档楼盘，张树新说她经常在楼梯间碰到一些身着老式西服套装的男人和穿着时尚暴露的女人，开始弄不明白他们和她们是些什么人，后来弄明白了，男的是“基层”的父母官，女的恐怕就是所谓的“二奶”。北京这样的人多了，房价再高也不愁卖，东西想不贵都很难。

上海人现在也有类似的困扰。高盛的胡祖六说，台湾的旅游团在上海的主要项目就是看楼，等台湾人戴着安全帽从工地走出来，楼盘售罄的牌子也随之就挂了出来。台湾人在上海这样，香港人在上海也这样，甚至连温州人在上海都这样，这样的人在上海多，上海的房价想回调就太难了，难怪韩正敢拍胸脯，上海的楼价没泡沫！

炒楼和炒股

炒股最怕炒成股东，炒楼最怕炒成房东。

上海的股民有 600 万，上海人民有着优良的炒股传统，这不仅是因为上海证券交易所在上海，而是因为上海人骨子里就有投资的基因，上海那片土地是中国最商业化的社会；北京就不同，北京的股民只有区区 200 万，不及上海的 1/3，北京是天子脚下的“皇城”，按照“仕农工商”的排序，北京人历来是看不起商人的，所以别看上海人和北京人人口相等，但是股民却要多出 2 倍还不止，说全民炒股，指的就是上海。

不过善于炒股的上海人在炒楼上却显得缩手缩脚。还在 20 世纪 80 年代，上海滩上就流行“宁要浦西一张床，不要浦东一间房”的说法，上海人宁可挤在浦西的亭子间里、阁楼里，睡在沙发上、地板上，也不愿意搬到浦东去。到了 90 年代，浦东开发，上海人还是不愿意放弃浦西，陆家嘴上海证券交易所那一带白天看着很繁华，但是华灯一上就好似成了鬼城，一点人气都没有，所以浦东的房价就一直涨不起来。浦东的房子涨不起来，浦西的房子也就涨不动，而那个时候北京的房价早就一步到位了，水皮印象最深的是当时的北京常务副

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市长张百发曾经在媒体上放言，北京的房地产开发他可以包底有15%的利润，不够的话可以找他算账。有很长一段时间，水皮在犹豫，是在北京买房还是去上海买房，和北京动辄六七千的房价比，上海的房子可以说便宜得白送，但是不在上海住，买上海的房子有什么用？退休养老上海当然比北京好，但时间还早着呢。水皮是这样想的，估计精明的上海人也是这么想的，房价又不会涨，买房子有什么用？但是结果证明，上海人的精明还是造成了他们的短视，随着上海城市经济中心地位一天天确定，随着长江三角洲一天天的繁荣，随着大量的江浙老板涌入上海，浦东的房价就像芝麻开花节节高，几年下来已经逼近北京的房价，而抄货者中间上海本地人却少之又少，上海人永远失去了低位建仓的大好机会。

如果说上海人炒股炒成股东的多，那么北京人炒楼炒成房东的人就多。上海的房价尽管这几年涨势汹汹，但毕竟有一个从低点往高涨的过程，而北京的房价早在20世纪90年代就已经高高在上，大多数在这期间买了房的北京人发现，他们的房子不但没有增值，反而在缩水。水皮因为要买房，曾经专门跑过北京一些著名楼盘的尾盘，在幸福一村看到1997年的楼盘就已经有落地大阳台，6层的板楼已经带电梯。幸福一村就在著名的工人体育场对面，站在楼顶可以免费观看甲A联赛，现在开出的价格是7000多元一平米，而当年的广告牌就竖在售楼处的角落，标价是每平方米12000元，换句话讲，缩水的幅度在40%，买了自己住也就算了，买了准备卖的，卖给谁去呢？

上海股市2001年6月见到高点后一路在跌，跌了2年还没有止跌，上海的股民被套的至少在80%以上，损失的资金大体在50%～90%之间。如果，当年上海人能够从炒股转成炒楼，那么他们不但不会有损失而且还能抄到楼市的中段：北京的楼市这两年实际上也一直在跌，尤其是高档楼盘，如果当年水皮转换观念，把去上海买楼当作投资，那么就抄了上海楼市的大底，现在就可以逢高出货再来抄股市的大底。

炒股也好，炒楼也好，关键的是要踏着节拍，踏准了节拍，把把顺，踏错了节拍左右挨耳光，炒股的就炒成股东，炒楼的就炒成房东。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在和未来

2003 年的中国股市低迷了一年，而期货市场和海外股市火暴了一年，尽管有央行的 121 文件，上海的房价不仅没有降，而且稳中有升。

但是，现在不一样了，期货提高了保证金，H 股和 B 股已被炒过了 A 股，江浙的炒楼资金也开始了从大上海撤离的步伐，标志性的外滩楼盘世贸滨江的租金下跌了一半，上海楼市开始重蹈北京的覆辙。

于是，上海股市从 1300 点涨到了 1400 点，再涨到……

4. 否决权为什么行之有效

否决权就是说“不”的权力。

美英两国要推翻伊拉克的萨达姆就想以联合国的名义出兵，但是常任理事国中的法国和俄罗斯不买账，美英提交的议案就通不过，议案通不过就不能以联合国的名义，美英只有冒天下之大不韪组成联军自己干，否决权就是联合国五大常任理事国说“不”的权力。

计划生育是中国的国策，为了确保这项国策能够执行到位，就必须有强有力的领导作保证，为了让强有力的领导能够把这项工作当作重中之重，一票否决就成了一种制度，那就是只要计划生育不过关那么就是政绩不达标，升官晋级就别想，否决权就是计划生育这项国策说“不”的权力。

不管是国与国之间，还是人与人之间，强弱差异总是客观存在的，要保证相对的公平，那么就要赋予弱势群体说“不”的权力。

上市公司也是这样。

尤其是存在着股权割裂，存在着不流通的法人股和流通的公众股的中国上市公司就更是这样。

由 47 家基金公司组成的“反战联盟”在招行的股东大会上提出，招商银行 100 亿债转股的提案应该交由流通股股东决定，表决方式应该由出席股东大会的流通股股东一半以上的代表股权同意方为有效，这样的提案当然不会由控股的法人股股东接受。临时动议不进入议程

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只是拒绝的理由之一，证监会以及有关的法律、法规没有强制执行才是真正的底线。

但是这并不等于说基金反战联盟提出的是无理要求，相反，这是对股权割裂制度性缺陷的一种弥补，充满了理性和建设性，只不过这种理性和建设性被利益之争掩盖了光芒，被对抗冲淡了主题。

我们可以想像，如果招商银行这次不是发行转债，而是增发，那么招商银行的方案就绝对通不过；

我们也可以想像，如果招商银行董事会接受了基金联盟的动议，那么招商银行的方案也一样通不过；

我们还可以想像，既然招商银行做增发肯定通不过，那么它现在做转债也就存在通不过的可能，尽管制度的变迁需要时间，但是因为并不是观念上的差异，所以这种修改实际上也就是一次会议、一纸通知就能解决的，也就是说被股东大会高票通过的债转股方案依然有变数。

这就是小股东说“不”的权力。

中国证监会副主席屠光绍论及中国股市和国际股市用了差异和差距两个概念，差距是可以缩短的，差异是否就必须消灭或者能够消灭呢？

比如说股权割裂差不多成了万恶之源，什么都可以往里扔的垃圾筐。大股东侵犯小股东利益是股权割裂造成的，大股东掏空上市公司是股权割裂在作怪，上市公司圈钱是股权割裂在起作用，上市公司高比例现金分红也是股权割裂导致大股东在变现。其实我们倒过来想一想，如果全流通了，这些问题不是依然会存在吗？事实上，在一个上市公司内部，只要存在着大股东和小股东的差异，那么“一股独大”就是一种正常的现象，这一点不会因为全流通了就迎刃而解，控股股东和二级市场的股民各自不同的利益诉求也不会因为全流通而有所改变。不管对于小股东还是小股民来说，有意义的不是大股东的股份是否流通，而是在和大股东共处时，他们的利益如何得到切实的保证，在制度的架构上他们究竟有多少说“不”的权力以弥补他们在股权份额、在资本实力上永远不可改变的劣势。如果说这种制度建设在过去因为没有散户的集中股权代表而没有实行基础的话，那么随着超常规

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

培育机构投资者思路的贯彻，随着以基金公司为代表的新流通股机构持有者的出现，现在已经显得非常迫切了。

我们无意否决全流通的合理性，我们更关注中小投资者保护的现实性，否决权就是可行的保护机制。

你提议，我表决。谁也别想占谁的便宜。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国股市生物链之二：

庄家

庄家曾经是无数的散户梦幻战胜的天敌，寻庄，胜庄也曾经是无数的股市操作指南兜售的概念，与庄共舞更是投机的最高境界。

曾几何时，庄家意味着暴利，意味着霸权，意味着股指，意味着方向。

毫无疑问，庄股时代崩溃于2001年周小川发起的挤泡沫运动，崩溃于史美伦对庄家操纵股价行为的集中打击；毫无疑问，德隆系的崩溃为庄股时代画上了一个完整的句号。

但是，庄股时代的结束并不意味着庄家的消亡。形形色色的庄家会以各种各样的面目出现在盘面上，涨停板敢死队是变种之一，玩弄全流通的大宗交易也是变种之一。

世界在变，庄家也在变。无论是黑庄、恶庄还是所谓的善庄、面庄，万变不离其宗的是对股价的操纵、做局、设套、截杀，他们是股市的食肉动物，散户就是他们的盘中餐。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全流通成了谁的小辫子

1. 四川长虹“炒”给谁看

四川长虹在历史上曾经是上海市场的旗帜，和深圳市场的发展银行并称股市两大龙头，曾几何时，城头变幻大王旗，长虹和发展都已威风不再。

但是旗帜毕竟是旗帜。尽管四川长虹早已从巅峰滑落，尽管业绩现在每股只有 7 分，尽管市场份额在被 TCL 一点点蚕食，尽管时不时遭受巨额海外坏账的困扰，尽管在国际市场面临反倾销围堵，但是长虹在市场依旧有着他人所不可企及的威望和号召力，更为重要的是“瘦死的骆驼比马大”，终于，四川长虹每股高达 6 元的净资产和二级市场 6 元多一点的交易价再一次成为炒家出击的目标。短短 3 个月中间，四川长虹的股价从 6 元多起点一路直奔 10 元的大关。

四川长虹不是一般的大盘股，长虹的流通股高达 9 个多亿，是谁有如此的魄力？又是哪方的资金启动了这艘巨大的航母呢？

散户？不可能。一方面散户的资金没有这么雄厚；另一方面四川长虹对散户而言创伤太大。想当年，四川长虹作为中国家电业的骄傲，演绎了一段鸡窝里飞出金凤凰的传奇，倪润峰把四川绵阳的一个军工厂打造成了占据彩电业半壁江山的巨无霸。从 1996 年开始，四川长虹的市场份额和股价比翼齐飞，上市公司成为绩优股理性投资的楷模。除权，填权；再除权，再填权；再除权，还填权，四川长虹简直就是“东方不败”，但是，“月有阴晴圆缺，人有悲欢离合”，四川长虹的盛极而衰套牢了一批又一批的忠实股民，股价也跌剩顶峰高位的 1/4，理性投资变成了血本无归，散户还有几个敢刀口舔血的？

券商？不可能。不要说南方证券被接管，也不要说中经开被清

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盘，更不要说连续 2 年全行业亏损，就说券商追涨杀跌的特性就注定没有哪个券商会在基本面不明朗的情况之下贸然启动，更不用说资金面的捉襟见肘注定券商们的最大期待就是解套扭亏，充其量“生产自救”。

基金？也不可能。一方面是基金仓位基本上处于透支状态，基本上没有什么现金可供建仓；另一方面四川长虹也实在不符合基金选择核心资产的标准。事实上，各大基金的投资组合中间也没有四川长虹的身影。

QFII？不是绝对不可能。但是，在美国反倾销目标就锁定四川长虹的背景下，TCL 并购法国汤姆逊彩电显然比四川长虹更具吸引力。

那么会是谁？

最大的可能就是沉寂了将近 3 年的私募基金，尤其是活跃在深圳的那些地下公司，而交易记录也表明，炒作四川长虹的资金正是来自深圳的力量。

私募基金一直是中国股市最活跃的力量。不过，越是活跃的力量在熊市之中受到的伤害就越大。沪深股市的私募基金在 2001 年高峰时多达 9000 亿的规模，但是 2003 年的数据则表明股市全部存量资金不超过 3500 亿。有行情来，没行情就走，这正是私募基金的特点，正是这个特点让私募基金的身影又开始出现在交易日趋活跃的股市。

那么私募基金会为基金抬轿吗？

答案当然是否定的。

私募基金之所以选择四川长虹，理由之一就是长虹是杆老旗帜，有影响力，理由之二是长虹沉寂多年没有炒作，理由之三就是有所谓的“国有股减持试点”的题材。

理由之三是最具爆发力的，但是同时也是最具破坏力的。

所谓的国有股减持试点已经在市场中流传多时，股本众多，四川长虹只是其中之一，而且目前已经被四川长虹的新闻发言人所否定。但是和许多市场中的谣言一样，越是否认的消息越“事出有因，查无实据”，更不用说证监会规划委李青原博士一再声称国有股全流通非做不可，而且应该试点先行。股市是一个无风还要起三尺浪的地方，更何况如今上层有这样的阵风，那还不浊浪滔天？！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不可否认，四川长虹有成为试点的可能。四川长虹的国有股多达11.6亿股，约占全部股本的53%，国有资本过多，符合减持的要求，这是其一；四川长虹属于竞争过热的家电行业，国有股减持符合国有资本有步骤地退出竞争行业的调整目标，这是其二；四川长虹净资产6元多、股价接近净资产，国有股减持按净资产定价的原则不用争议，不用担心国有资产流失，这是其三。

在信奉炒作的庄家眼中，股价之所以有上涨的空间和公司的前景其实没有联系，有联系的是概念，尤其是新的概念。在中国这么一个政策市中，如果有一项新政策出台，那么常常伴随的是“只许成功，不许失败”的优惠扶持措施，市场基于“试点”必须成功的判断自然会出现“炒作”的冲动，这就是所谓的“炒新”传统，四川长虹这一次也不例外。事实上，有关人士在描绘“试点”选择原则的时候已经介绍得太清楚了，即“选择那些没有严重历史问题，基础较好，在国民经济中比较有代表性，与国民经济状况关联度比较高，试点后股价稳中有升的企业”。如果四川长虹成为试点，那么也就意味着四川长虹的股价将稳中有升，因为在实施过程中，有关方面“要用市场或非市场的手段，使市场价格不要过多波动”。也就是说四川长虹的价格上涨还有非市场手段的保证，这不就是明说要给你送钱吗？如此“试点”，焉有不涨之理？而上涨的股价又拉开了和净资产的差价，制造出填权的空档，想不涨都不行！

但是，四川长虹能不能维持住这个价格呢？

历史上，嘉陵摩托和黔轮胎2000年也进行过国有股减持试点，试点前也曾经被炒高一时，但是很快面对的就是漫漫跌途。四川长虹能够跌到净资产附近本身就说明投资者对上市公司的判断，现在又面临着减持扩容，如果排除非市场因素，最终和嘉陵摩托车黔轮胎的命运不会有什么不同。

水皮担心的其实不是四川长虹的“炒作”，久跌必涨，久涨必跌，这没什么不正常的，就算反弹也该轮到四川长虹了。水皮担心的是四川长虹炒作的题材，担心这种“炒作”让管理层产生国有股减持由“利空”变“利好”的错觉，错误解读市场现象，错误解读股民心态，把庄家的短期行为当作长期导向，从而再一次在错误的时候进行第三

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

次国有股减持，把好不容易缓过劲来的沪深股市再一次推入“人为熊市”的深渊。

四川长虹不是炒给管理层看的，又是炒给谁看的呢？

2. 法人股的流通市场在哪里

很多人都知道水皮是全流通的反对者，不是一般的反对者，是100%的绝对反对者。很多人还知道，水皮其实并不反对全流通，而是反对在此时此刻此地的全流通，水皮赞成的是历史遗留问题交给后人去解决，相信后人智慧胜前人，一代人管一代人的事。

为什么？道理既复杂又简单。复杂地说，是由于中国特色、中国国情。中国什么国情？中国是社会主义国家，中国经济到目前为止，官方的表述依然是公有制为主导。换句话说，公有制是中国共产党执政的经济基础和理论基础，而公有制的代表就是国有企业。中国股市在设计之初之所以国有股不流通目的就是为防止国有资产的流失，确保政府对上市公司的绝对控制，不明白这一点，盲目地和美国股市作对比，必然导致在实践中犯共产国际的错误，犯王明左倾教条主义的错误，犯李德葬送中央红军的错误。

简单地说，是由于股票的价格问题，国有股减持要求“同股同价”，投资者认为是政府在“与民争利”，要求“让利于民”。为什么？因为国有股和公众股的持股成本不一样，国有股是按每股 1 元折算的资产，公众股却按每股平均 6 元一股掏的真金白银。二级市场的流通价格是建立在公众股持股成本基础上的，国有股要按公众股的定价原则减持显然不妥。“同股同权”的原则是对的，但是不能滥用。何谓滥用？就是跨市场的运用，以不同市场为定价基础的股票只有在相同市场中才谈得上“同股同价”，否则只适用“同股同权”。“同股同价”的基础的确是“同股同权”，但是反过来并不能因为“同股同权”就要求“同股同价”，“同股同权”是“同股同价”的必要条件而不是充分条件，这是一个非常简单的逻辑问题，不是数学问题，也不是经济问题，更不是政治问题。如果减持不按“同股同价”的原则行不行，如果行的话，又按一个什么样的原则定价才合理，一般投资者所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要求的补偿有没有可能，具不具备操作性？水皮的回答，理论上是解释不通，实践中操作不了。国有股和公众股的持股成本不一样，是因为公众股有一个溢价的问题，合不合理我们暂且不讨论，有一点是确定的，公众在认购的时候是个人意志的充分表达，并不存在政府的强制措施，找后账或许合情但不合理更不合法，李荣融即使有心也没这个胆更没这个权拍这个板，何况还有一项国有资产流失的大帽子谁也戴不起。有人认为，国有股按净资产减持国家并不吃亏。国家是不吃亏，但是股民在这种逻辑中依然是牺牲者，因为上市公司的净资产是靠公众股的认购成本均摊出来的，看上去这只是一个讨价还价的过程，但是实际等于承认国有股的天赋“特权”，即溢价的特权，而只要公众承认国有股有这个特权，那么国有股减持的价格就依然会按市价的方式执行，这还是一个逻辑问题。

国有股场外减持在现实中并没有停止过，很多人只看到场内减持价和场外减持价的利差，但是却不承认两者之间的差异。场外交易一般是以转移控制权为目的，场内投资者追逐的是价差，场外交易一般是整体转让，而场内投资者则是折零竞价，场外交易供过于求，场内交易供不应求，场外交易一旦转为场内交易，价差立即会消失不说，同时还会瞬间逆转场内的供需状态。说句糙话，羡慕净资产转让的投资者是“只见贼吃肉，不见贼挨打”，如果国有股真按净资产在二级市场减持，乐翻天的肯定是国资委，而自以为是的投资者早晚会发现，接到手里的不仅是烫山芋，而且还是个手雷。这个道理，投资者不明白，一些专家也糊涂，去年国资委规范国有股场外转让征求意见，反对者的理由之一就是以为“便宜”都让场外转让给转让走了，理由之二则是国有股变成一般法人股之后，全流通的补偿就无从索取了。

这是把愿望当作了现实。

不止一个读者和水皮探讨股权分置的出路，怎么办？办法是有的，那就是建立一个独立于沪深股市主板之外的法人股流通市场。知道水皮这个想法和建议的读者不少，但是水皮迟迟没有动笔的原因是在等待更多的共识。

现在，这个时机在成熟。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成熟的标志之一，在最近漫天飞舞的利好中，就有建立法人股流通市场的传言，国有股不再打二级市场的主意，彻底让二级市场摆脱全流通的困惑的说法开始出现。

成熟的标志之二，证券时报发表深圳证券信息公司的分析报告，明确提出全流通不符合中国国情。深圳证券信息公司是深交所下属官方公司，这份报告表明，摒弃全流通的“西方”模式已经从纯民间的议论提升到了半官方的讨论。上下的认识在逐渐靠拢。

尚福林提出“股权分置”的概念，屠光绍提出不能用解决差异的办法解决差距。尚和屠都指出了一个原则，中国股市有中国特色，但是具体怎么解决股权分置带来的一系列问题，尚和屠都没有明示，他们在等待民间的智慧。

“对于非流通股的交易，全流通不是办法，全部推给 A 股二级市场也不是办法。另辟市场未必不行。”

开辟法人股流通市场的好处很多。

好处之一：解决 A 股市场的不确定因素。

好处之二：规范法人股市场的交易。

好处之三：发挥股价的价值发现功能和资源配置的导向功能。

好处之四：成为建立多层次资本市场的组成部分。

法人股市场的开辟，解决了法人股的流通问题，股票在流通中才有价值，才会体现价值，国有股可以减持，法人股可以转让，“同股同价”没有人会说三道四，法人股法人可以买，自然人也可以卖，股权可以整体转让，也可以零售，完全按市场原则。与此同时，饱受争议的自然人持股也可以进入这个市场减持，避免他们在二级市场同样不合理地变现，为所有投资者提供公平的交易环境，相同的持股成本在相同的市场中交易，既同股同权，又同股同价，童叟无欺。不仅如此，法人股市场价格还会和 A 股市场互相对应，客观上扭转法人股股东漠视 A 股价格的恶习。法人股股价也许会和 A 股接轨，甚至倒挂，但是 A 股价格不会向法人股看齐，这就和 B 股 H 股价格的原理一样，也许法人股股价会和 A 股股价最终并轨，如果是这样，那么也是市场的选择，不存在谁补偿谁的问题，更不存在国有资产的流失问题。从根本上说，法人股的设计前提就是不在 A 股市场流通，设立法人股市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场解决法人股流通只是正本清源，恢复本来面目而已。

这是创新吗？

该是你的别人拿不走，不该是你的惦记也没用。对投资者是这样，对国资委也是这样，对那些收购了法人股指望借 A 股流通而暴富的投机者更是这样，对证监会又何尝不是这样。

3. 全流通成了谁的“小辫子”

在生活中动不动就揪人家的“小辫子”就是和人家过不去，是一种不厚道的行为。但是在股市中动不动就揪“全流通”的“小辫子”不但不会引起反感，而且还能吸引眼球，暴露自己的聪明。

2004 年 12 月 16 日，三大报的头版头条刊登了一条同样的新闻，沪深证交所和中国结算公司联合发布《上市公司非流通股股份转让业务办理规则》，重申非流通股转让必须在证交所进行的老规定，到了网上标题就变成了“全流通的先兆”。

那么“非流通股”在场内转让是否就意味着非流通股有可能在二级市场流通呢？

产生这样的疑惑是可以理解的，因为全流通的确在某种程度上已经成为全体投资者都可以揪一把的“小辫子”，产生这样的联想对于普通的散户而言是很自然的。

答案只有一个字：否。

其实，早在 2001 年 9 月 30 日，也就是最近的一次国有股减持正减的如火如荼的时候，纠错机制也还没有发挥“暂停”作用的时候，中国证监会就已经发出过《关于加强对上市公司非流通股协议转让活动规范管理的通知》，要求各地从落实国务院防范金融风险有关精神的高度，对各类场外非法股票交易场所进行清理整顿。

《通知》说，“前一段时间，场外非法股票交易又有所抬头，不少地方出现了以公开拍卖方式进行上市公司非流通股转让的活动，且参加人数多，交易金额巨大，事实上形成了一定规模的场外股票交易市场。有的拍卖机构甚至拟通过电脑撮合系统以集合竞价的方式拍卖上市公司非流通股，被我会派出机构及时发现，予以制止”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证监会为什么要制止场外交易呢？原因之一，如证监会的分析，已经形成了一定的规模，如果引入竞价系统，就等于新开设了一个法人股的流通市场，这个责任证监会还没有担当的心理准备。

原因之二，证监会认为，场外股份拍卖活动与国家关于证券市场实行集中统一监管的法律规定及国务院的决定精神相抵触，危害性大，会诱发新的金融风险。

但是，上市公司的生命在于流动，通过股权流动达到资源优化配置，通过股权流动达到股票的价值发现。中国股市有先天的不足，把上市公司的股权人为地分成了两部分：一部分在二级市场流通，一部分不能在二级市场流通。流通股的流动可以通过二级市场完成，非流通股的流动不让拍卖容易，不让流动不可能。

证监会不是不明白这一点，明白这一点的证监会重申的是，根据《公司法》、《证券法》确立的关于上市公司股份转让的基本原则，股东转让股份必须在依法设立的证券交易所进行；必须在证交所和证券登记结算公司的管理下，在有证券经纪资格的券商参与下有序进行。需要采用公开征集方式确定协议转让价格和受让人的，由证交所和证券登记结算公司统一组织和安排。

4 年前中国证监会的通知并不长，文中对于公开征集方式的协议转让要求制定出具体的规则，报中国证监会批准后执行。这个具体的规则让我们等待了足足有 4 年。

4 年前困扰中国股市的焦点是财政部主导的国有股减持，这个焦点直到 2001 年 11 月以后才被人慢慢导向全流通的讨论，这就是历史。要说“先兆”的确是有点牵强附会，有点望文生义。

不管是 4 年前的《通知》也好，还是 4 年后的“规则”也好，说来说去还是从文件到文件，从报告到报告，做的还是表面文章。水皮这么说并不是指责谁，而是现实中，上市公司的股权拍卖实际上一直没有停止，随手翻开 12 月 15 日的《中国证券报》就可以发现至少有三则拍卖公告。一则来自海南，拍卖的是申能股份法人股和锦江投资的法人股，前者有 18 万股，参考价 4.837 元／股，后者有 4 万股，参考价是 2.98 元／股，拍卖地是海口；一则来自河北，拍卖的是没有公开的上市公司 166 万股的股权，地点在石家庄；一则来自广州，拍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卖的是广州南华西的发起人法人股，数量是5756万股，参考起拍价仅385.7万元，每股均价仅为6分钱，拍卖地是广州。

理论上讲，“规则”出台之后，这种拍卖应该在上交所或深交所挂牌进行，也就是所谓的通过公开股份转让信息方式达成非流通股股份转让协议，如果一次拍卖找不到买家，还可以考虑以不低于总股本1%的数量进行零售，但是这样的操作，法院干不干，那又是一个问题。

非流通股的流动让人烦恼，流通股的流动同样也有烦人的地方。

素有小飞乐之称的飞乐音响就是一例。

飞乐音响总股本42416万股，全部是100%的流通股，小飞乐的母公司原来是大飞乐，即飞乐股份，有意思的是飞乐股份也是沪市的全流通股。大飞乐原来是小飞乐的第一大股东，但是持股量却常常变化不定，一直在市场上高抛低吸，上海仪电控股（集团）公司是一个全资国有企业，但是却在市场上吸足了小飞乐的股份，以8134万股成为第一大股东。目前小飞乐发布公告称，第一大股东上海仪电控股拟将7000万股小飞乐转让给清华力合系的三家公司，转让方式是协议转让。小飞乐的公告在市场上掀起轩然大波，上海仪电控股建仓在二级市场，出手却是协议转让，这是不是合法、合规？按照大宗交易的原则，价格只能在当日的最高价和最低价中选择，而现在小飞乐的股价已经较双方协议之初暴涨1倍，从5元左右涨到9元多，这就意味着收购成本已经上升到6个亿左右，协议转让已经失去了意义，还能不能执行？

非流通股协议转让，流通股也协议转让，可以不可以？如果不可以，那么，不但上海仪电出不了货，而且清华力合系的收购成本也将失控。实际上大宗交易就是为流通股的协议转让提供的通道，小飞乐的交易价格可以根据任何一天的行情确定，交割价格则可以根据双方的协议执行，并不存在法律上的障碍。

小飞乐的所谓风波和“规则”的所谓“先兆”都是人为的炒作。小飞乐炒作的结果是股价飞上天，大飞乐全身而退，全部清仓；“规则”的炒作无非又一次起到“吓阻”作用、砸盘作用，方便机构建仓而已。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谁叫全流通人见人怕，谁叫全流通成了人人都可以揪一下的“小辫子”呢？

4. C 股何以成为惊弓之鸟

尽管管理层一再否认中国不存在什么 C 股市场，但是根据大家约定俗成的说法，C 股市场指的就是法人股的规范转让而产生的无形市场，C 股就是进入协议转让的法人股。

2005 年新年的第一个交易日引起大盘下挫的原因之一就是法人股场内转让的实施消息，2004 年 12 月 16 日，三大报公布法人股转让业务办板规则时，大盘也是以下跌作出的回应，事不过三，到 2005 年 1 月 10 日深交所宣布 C 股第一单即将产生之时，尽管大盘依然受惊低开低走，但是尾盘已经将所谓的利空消化殆尽，不但没有下跌，反而翻红，上证指数上涨了 7.66 点，深成指上涨了 27.14 点。

C 股的消息一而再，再而三的成为利空的消息，根本的缘由在于人们以此和全流通的联系。上交所和深交所是否认过和澄清过，但是由于人们选择性理解，大众投资者抱着“宁信其有，不信其无”的心态看待 C 股挂牌，因此，C 股的效应就被人为地放大了。

什么事情和全流通联系，大盘就会作出下跌的反应，就算再迟钝的人也会得出比较明确的结论，现在全流通怎么说对市场都不是一个好消息，除非睁眼说瞎话。

那么，C 股本身对市场究竟是利好还是利空呢？

张卫星认为是重大利空，因为 C 股的推出实际是回避了全流通以及全流通可能给中小投资者带来的补偿，让历史遗留问题更复杂，更难以解决，是一种慢性自杀。C 股只要一挂牌，就会有价格，如果同样的股票以不同的价格出现，投资者会作出什么选择呢？既然 C 股的转让允许以 1% 为单位，那么如果有人恶意做低 C 股价格就是完全可能的，以 C 股的低价牵引 A 股的高价，A 股市场只会陷入无尽的熊途，根本就别想出现行情。

华生先生则认为 C 股的出台是 2004 年中国股市的四大政策失误

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之一。因为C股在规范化方面实际上没有任何进步可言。上市公司非流通股的转让从来都需要交易所审批，登记公司统一转让过户。惟一的变化是非流通股转让可以从此公开叫卖，而且转让的门槛大大降低，再转让的时间大大缩短，所有这些都增加了非流通股的流通性。流通股和非流通股本来仅有的区别就是流通性，非流通股的流通性增加必然意味着流通A股的溢价要减少。因此，这个规则是与解决股权分置问题特别是要保护公众投资者利益的精神相抵触的。

张卫星和华生的观点有一个共同的结论，C股将拉低A股的定价，这种结果对于投资者而言就是灾难。

C股价格必然低于A股价格吗？

不一定。

如果是乐凯胶片的话就相反。乐凯的国有股转让给柯达，每股的价格是8.3元，此前A股价格略高于C股，此后A股价格低于C股，现在乐凯的A股价格仅为7.04元。

如果是重庆啤酒的话也相反。纽卡斯尔收购重庆啤酒的国有股，每股的价格是10.5元，A股价格在收购时略高于C股成交价，但是也是很快，A股价格跌破8.92元的C股价，现在A股股价为10元。

当然，乐凯和重庆啤酒并不代表全部的A股状态，甚至不代表绝大部分的A股状态。乐凯也好，重啤也好，基本面都不错，都有相对垄断的政府资源或区域市场资源，因此能被外资看好。乐凯和重啤的命运不会被复制到大多数业绩不佳的A股身上，就像青岛啤酒和海螺水泥的H股价格和A股价格倒挂一样，中兴通讯在国内增发失败，但是在香港发行却受到追捧，H股价格超过A股价格，这并不说明A股的投资价值就高于H股。

但是，既然是同股，那么H股也好，C股也好，B股也好，和A股早晚会有一定的比价效应，而且会相互影响。A股的价格会影响C股的价格，回过头来C股的价格也会对A股有牵制，只不过这种牵制在本质上和B股、H股是一样的。也许乐凯胶片和重庆啤酒的国有股转让放到今天来做，C股的价格就不会高到那个程度，也许会比A股略高，但是高的有限，也许会比A股低，这个谁也说不好。价值发现从来就不是孤立的，而是在比较中产生的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国有股全流通补偿为什么那么难，很大的原因在道理上讲得通，操作上不好办。尚福林提出 A 股含权，好不好？好。但是具体到乐凯胶片和重庆啤酒，谁含谁的权？如果我们站在李荣融的角度，我们同样会有这个问题，一方面是 C 股有人出高价，一方面是 A 股有人要补偿，那么又该作何种选择？沪深两市上市公司 1370 多家，好公司好股票谁也不舍得减，不舍得卖，垃圾股就是按所谓的净资产减给你又有什么意思呢？如果摊上像净资产都成负数的公司，按 ST 英教的 C 股成交价 0.05 元减给你，你要吗？你可以说，我宁可退市也要搏一把，但是如果有人告诉你上市公司马上就开破产先河，你还会博傻吗？这也正是为什么有那么多上市公司的控股股东热切希望全流通，极力赞成哪怕是折价替代补偿的方案，因为这种全流通为他们减持垃圾，变现资产提供了可能，就是按净资产减，法人股也是赚够了便宜。越早减越有好处，否则过几年上市公司就被掏空搞垮了，股权也就无从变现了。一边从掏上市公司挣钱，一边又把以公众股溢价而产生的净资产值卖给公众，何乐而不为？换了谁做大股东，都会赞成全流通。

当然，中小股东也有赞成全流通的，为什么？因为相当一部分投资者手中也有法人股，而且是以发行价，不是以原始价购买的。上海有位投资者来信告诉水皮，他早年间购买的法人股原来说是可以在一定的封闭期后转让的，但是后来却被“一刀切”砸在手里了，他当然期盼早日开禁。C 股诞生后，这位朋友又碰到新问题，他手中的法人股肯定不足 1%，却不知道转让给谁？交易所不敢给他任何承诺，C 股市场对他来讲还是参与不了，看得见却摸不着。水皮的同学则从香港来电咨询，C 股能不能买，因为香港有人在兜售法人股，价格只有 H 股的一半。不过人家也坦率，要买是可以的，要多少有多少，不过卖起来困难一点，自己想办法解决。如果说 C 股会对 A 股有冲击的话，那么 C 股对 H 股一样有冲击。

水皮不想对 C 股唱赞歌，张卫星和华生的看法都是有道理的。法人股如果要进入全流通市场，C 股要变 A 股，C 股必然要有一个折价或折股的过程，折股率如何定，要由市场定。比如 C 股价如果是 2 元，A 股价如果是 4 元，那么折股率就是 2：1，这样也就无所谓“与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

民争利”或者“让利于民”。

法人股不在场外流通就在场内流通，什么时候也没有停止过。你正视它，他在流通，你视而不见，他也在流通，对于C股没必要大惊小怪。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

健力宝毁在谁的手里

1. 李经纬欲哭无泪

李经纬最后一次公开亮相是在张海们接管健力宝的仪式上，网上那张仰天长叹、两行清泪的照片就此为老健力宝和李经纬都作了一个历史的定格。

半年以后，张海们的健力宝在新加坡豪华游轮上庆祝“第五季”首航，而李经纬则支撑着中风之后偏瘫的病躯收到了广东省人大关于撤销他全国人大代表资格的裁决，原因是涉嫌贪污。

平心而论，广东省人大的措辞相当温和，而且在作出决议之前还听取了李经纬的申辩，当然，这也意味着针对李经纬的指控，再次得到了确认。

由此看来，年初李经纬就显露出的“悲壮”并不是一种结束而仅仅是开始。李经纬 2002 年 63 岁，18 年前还只是广东一个不知名的偏远小县三水县体委的一个普通干部，但是 1984 年全世界的观众从当时的奥运会赛场看到了中国女排夺冠进程中所喝的饮料，大惊小怪的日本记者更是把中国女排打败日本队的原因归结于这种“魔水”，从此“健力宝”这个品牌“出口转内销”，一跃而成中国最为畅销的运动饮料，市场最高份额达到 20 亿元人民币。

李经纬的结局使人无法不联想起褚时健。但是和褚时健相比，李经纬的悲剧色彩似乎更重。

褚时健毁于“59 现象”，私分外汇导致晚节不保，鉴于褚时健在建造红塔山品牌过程中不可抹杀的功绩，水皮当时写下了“如果褚时健拥有红塔股份”的杂谈，痛惜之余，深感企业家激励机制的创新已经迫在眉睫。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而李经纬不但过了“59”这个坎，而且还看到了健力宝转制，恰恰又在转制过程中被抛出了健力宝的决策层。五位创始人，连李经纬在内有四人被双规落马，仅有一人流亡新西兰，罪名据称又恰恰是转移资产，企图以健力宝的资产来收购健力宝的产权，这又怎能不让人一声叹息?!

所以难怪当初健力宝的收购说什么的都有，至今张海们是不是幕前的傀儡依然有人说三道四，而李经纬是否幕后操纵也无人澄清，所有能说明问题的只有结果，这个结果就是三水市政府回绝了李经纬4.5亿管理层收购的出价，而选择了张海仅有3.38亿的开价，当然联系到后期健力宝15%股份仅拍卖出3000万的价格，那么张海3.38亿占75%股权的价格也可以算是天价了。

李经纬就是这样看着自己一手抱大的孩子被人领走了，除了“悲壮”，他又能有什么样的表情呢?

“孩子大了不由娘”，李经纬可能至今不明白这一点，他做大健力宝的过程就注定是他失去健力宝的过程，如果他还能融动4.5亿的资金来收购健力宝，健力宝又何需走上改制这条路，18年的发展过程已经说明健力宝能到今天靠的不是体制，而是机制。

所以，水皮相信或许还是李经纬自己一手导演了健力宝的改制，又正是自己的私念一手把自己推进了犯罪的泥潭。

“点背不能怨社会”，这句话送给李经纬最合适。

2. 健力宝毁在谁的手里

健力宝毁了。但是却不知道毁在谁的手里。

表面上看，张海是个罪魁祸首。很多人都记得3年前，正是这个神秘的河南人以资本市场大鳄的角色出现在广东三水那个地方，从健力宝的创始人李经纬的嘴里夺下了健力宝这块肥肉。张海为健力宝的开价是3.38亿元人民币，而李经纬为健力宝的开价是4.5亿元人民币。张海为什么能打败李经纬？三水政府为什么愿意要3.38亿元而不要4.5亿元？这些至今仍然是修个谜，只有一点是肯定的，张海用于收购健力宝的资金实际和三水政府担心李经纬的资金来历是一样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的，都来自健力宝集团。换句话说，张海用健力宝的钱收购了健力宝，三水政府用健力宝的钱卖掉了健力宝。

张海，或者说张海们为什么要收购健力宝，至今也是一个谜。年纪轻轻不到30岁的张海，发家据说是在香港，但是据说就是据说，从来就是无从考证。从张海进入健力宝开始，围绕张海幕后的真实老板是谁的讨论就一直没有停止过。张海进入健力宝以后有两大动作，一个动作是推出第五季的新饮料。张海当时假座新加坡豪华游轮庆祝"第五季"首航轰动一时，手笔之大令到场的经销商目瞪口呆。其时，李经纬则支撑着中风之后偏瘫的病躯收到了广东省人大关于撤销他全国人民代表大会代表资格的裁决，原因是涉嫌贪污。另一个动作则是投资足球，控股深圳足球俱乐部，替代当年的科健，成为甲A的成员。健力宝借体育起家，资助足球有历史传统，中国第一次巴西足球留学就得到了健力宝的支持。张海的两大动作，收获不一。第五季的投资连个水泡都没有，足球的投资则充满了苦涩，健力宝在价值大贬的中超联赛中获得了冠军，但是这支冠军球队却至少有半年以上的时间没有拿到工资和其他收入了。张海在干什么？张海在北京跟着大连实德的老板徐明和中国足协叫板闹投资人革命，最后连自己的身份究竟算什么都搞不清楚。因为如果健力宝的转让成立的话，那么张海早就没有资格替健力宝俱乐部代言。

但是，我们也不能就此轻易下结论，张海就是想搞垮健力宝，因为那样对他而言实在没有什么好处。张海的资历本身就说明他只可能是健力宝的"票友"，只可能玩健力宝而不可能做健力宝，在付出了1.6亿的收购资金之后，张海终于认识到健力宝不是那么好玩的，于是祝维沙又被他推到了前台。作为北京曾经闻名的裕兴电脑的老板，祝维沙在最近几年中一直作为资本市场的活跃分子出现，一直扮演不知道是玩别人还是被别人玩的角色。早些时候，方正电脑祝剑秋风波的时候，祝维沙也曾经参与其中，抛头露面，最终不知所终，现在又被张海和叶红汉推到了健力宝执行总裁的位子上挡风遮雨，可惜终究没有回天之力。祝维沙的出现对于健力宝而言只是一个插曲，张海的厉害在于为自己的金蝉脱壳找到了"替罪羔羊"，而这只可怜的羔羊不是别人，正是刚刚把"小护士"卖给欧莱雅之后无事可干的李志

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

达。根据李志达和张海的协议，李志达手下的江中天恒收购叶红汉和张海的股份，徐泓手下的北方亨泰收购祝维沙的股份，北方亨泰拥有江中天恒 50% 的股权，因此两家实际上就是一家。一方是急于脱手，一方是找米下锅，张海能找的冤大头并不多，李志达就等于是替张海预备的。

“政府为什么要出手干预，连我现在都不知道是为什么，我们哪点违法了，哪点到了政府非插手不可的地步？”李志达回到北京后就是这样见的记者。其实，李志达的确是不明白政府为什么要干预，因为张海把他装进去之后并没有和他实话实说。于是李志达在兴冲冲入驻 22 天之后被莫名其妙地赶了出来，三水政府实际上接管了健力宝。

李志达的遭遇暴露了健力宝收购过程中的暗箱，那就是张海并没有照单付清 3.3 亿元的出价，而只是付了一半，也就是 1.6 亿元就拿到健力宝的控制权，其余的一半将用健力宝的资金分期支付。表面上看，佛山中院冻结的是张海的股权转让，实际中止的是最初三水政府对健力宝的转让。李志达至今不知道自己在什么地方得罪了三水政府，其实这一切都与他无关，他只是在一个错误的时间进入了一个错误的游戏，结果成了牺牲品。

李志达感到冤，那么三水政府就不冤吗？当年选择了张海而抛弃了李经纬，选择了 3.3 亿元而放弃了 4.5 亿元，最终却是鸡飞蛋打，不但收不到转让款，而且一个好端端的企业竟然落到了停工停产的地步，职工就业，社会稳定都成了问题，只要是负责任的政府还会听信张海的花言巧语吗？还会信任花言巧语的张海找来的下家吗？还不赶快吃一堑长一智吗？还不追究张海的违约责任吗？除非，三水的政府是张海家开的，区长就是张海他爸。

三水政府的悔恨是看得见的，张海付给的 1.6 亿元转让款也来自银行贷款，那么当初为什么就不能把这个机会让给创始人李经纬？很多人同样记得当年李经纬在和张海们办交接的场面，那李经纬仰天长叹、两行清泪的照片让人动情。

李经纬 2004 年 66 岁，21 年前，还只是广东一个不知名的偏远县城的体委干部，但是 1984 年全世界的观众从当时奥运赛场看到了中国女排夺冠进程中喝的饮料，大惊小怪的日本记者更是把中国女排打

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

败日本队的原因归结于这种“魔水”。从此，健力宝这个品牌“出口转内销”，一跃成为中国最畅销的运动饮料，市场最高份额达到 20 亿元人民币。

李经纬的结局使水皮在当时想到了褚时健，但是和褚时健相比，李经纬的悲剧色彩似乎更重。褚时健毁在“59 岁”现象，私分外汇以致晚节不保，但是李经纬不一样，李经纬被双规时已经年过 63 岁，更为重要的是李经纬看到了健力宝改制的希望。李经纬不是在别的时候，恰恰是在转制过程中被抛出健力宝的，包括李经纬在内的五位创始人，有四人被双规，仅有一个流亡新西兰，被双规的罪名不是别的，又恰恰是转移资产，企图以健力宝的资产来收购健力宝的产权，这又怎么不让人一声叹息！

时隔 3 年，曾经被双规的李经纬又带领旧部重归健力宝，物是人非，早知今日何必当初呢？

水皮不是神仙，不会算卦，并不清楚健力宝最终会不会被 MBO 给李经纬，也不清楚李经纬之于健力宝还是不是具有当年的价值。水皮只是从健力宝的毁灭之中得出了一个结论，转制对于企业而言并非灵丹妙药，产权并不是一个企业的全部。3 年前，水皮写下“李经纬欲哭无泪”，其中说道，“18 年的发展过程已经说明健力宝能到今天靠的不是体制，而是机制”，3 年后，水皮得出的还是同样的结论。

3. 张海扮演的是什么角色

健力宝事件经月有余，事态的发展却越来越扑朔迷离。近日更是传出北京高层介入调查的报道，声称健力宝已经成为大案要案。

张海不可避免地再次成为舆论关注的焦点。

2004 年 12 月 23 日，李志达和叶红汉、祝维沙这三位健力宝的前后股东在北京联合发表了措辞强硬的八点声明，声明认为，三水区政府对健力宝的行政接管、停产和对中高层人员的罢免行为严重违法，侵犯股东利益，因此，要求三水区政府交回公司印章和有关的账册，“复产小组”立即撤出健力宝。

如果李志达是三水健力宝的合法大股东的话，三水区政府的行为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然就是公然侵犯私人财产，李志达不仅可以发声明，而且更应该把三水区政府告上法庭讨回公道，可是，媒体却发现，李志达并没有这么做，而是选择了发声明这样的“软”措施，有意思的是，在联合发表声明的股东中缺少了一个不可或缺的大股东张海，更有意思的是，这个张海在当天晚上接受采访时的表现居然和李志达以及叶红汉、祝维沙大相径庭，不仅没有指责三水区政府，而且通过律师之口表示，三水公有资产投资公司（三水区属国有企业）以前是健力宝的转让方，就目前情况看，它还是健力宝股权的债权人，它行使自己的权力无可厚非。

张海为什么和三水区政府站在一起？为什么会和当年的合作伙伴祝维沙、叶红汉决裂？李志达又为什么指控张海掏空健力宝？又是谁在指控张海侵吞5.6亿的国有资产？

并非巧合的是，就在此前一天，浙江国际信托投资公司陈帆被“双规”的消息见诸媒体，而浙江国际正是最初委托张海介入健力宝收购的始作俑者，为此，张海的私人律师紧急声明，陈帆案与张海没有关系。

4天后，也就是2004年12月27日，针对张海的攻击开始升级。当天，深圳市体育局牵头在深圳召开新闻发布会，宣布由李志达接管健力宝俱乐部，李志达表示投入2000万元以解俱乐部燃眉之急。

深圳健力宝俱乐部是张海接手健力宝之后收购的，2004年深圳健力宝不负众望夺取中超历史上第一个冠军，但就是这么一个冠军队，队员将近一年没有领到工资。

正是在这个新闻发布会上，李志达的律师宣布了健力宝足球俱乐部的声明，表示俱乐部与张海没有任何联系，不允许张海以俱乐部的名义进行欺骗活动，并就俱乐部在张海控制下所作的一切违规活动向社会各界郑重道歉。同时，律师还透露了一个重大新闻，张海已经被刑事边控，经济立案。

体坛周报和财经杂志的记者都在做健力宝的文章，专业不同，角度不同，关心的问题却是相同的，李志达为什么还会接俱乐部？律师的指控是真的还是假的？谁是受害者？

水皮认为，种种迹象表明，在健力宝事件中，第一受害的是健力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

宝这个企业，第二受害的是三水区政府，第三受害的是叶红汉和祝维沙，第四受害的是李志达，第五受害的是健力宝足球俱乐部，惟一没有受害的就是张海，惟一金蝉脱壳的就是张海，同样惟一的受益者也是张海，但是，这并不一定意味着张海是个害人者，是一个触犯了刑法的犯罪分子。

事情远远没有我们现在观察到的那么简单。健力宝事件的所有参与者都在遵从着一个默契，不把对手推上绝壁；所有的参与者都在回避共同保守的秘密约定，回避问题的要害，在这个事件中，张海“空手套白狼”，第一套的是三水区政府，第二套的是祝维沙和叶红汉，第三套的才是李志达。

先说第一套。

张海是在 2002 年 1 月 16 日受浙江国投委托进入健力宝的，6 天后被董事会任命为法人代表，半年后的 8 月 17 日，才以个人和武汉正天科技投资有限公司的名义收购三水公有资产投资管理有限公司 75%的健力宝股权。也就是说，张海入主在前，收购在后。在达能、屯河、新加坡第一食品等强手的竞购中，张海何德何能博取三水区政府青睐？答案不在张海自己所说的出价条件，而在于其借用的身份，浙江国投是浙江省属全资国有企业，水皮认为正是这个国有企业的委托身份才让张海在竞购中抢夺了先机。健力宝是国有资产，健力宝的贱卖必将造成国有资产流失，达能和新加坡第一食品是外资，屯河则是新疆德隆的旗舰，如果不想背上骂名，那么，国资对国资就是最安全的选择。张海正是凭这个套住了三水区政府，否则凭他一个炒家的身份又如何有资格入围？

再说第二套。

浙江国投本来就是一个托，就是张海开道的工具，而叶红汉和祝维沙的资金才是张海需要的“饵”。就算张海最终是用健力宝的资金收购健力宝，最初也缺不了收购资金的周转。这笔 2.38 亿的周转金张海是不会掏的，谁掏？祝维沙和叶红汉，从 2.38 亿资金的来源账户看，垫钱的正是这两位的公司。

用健力宝公司的资金收购健力宝违不违法？

其实，并不违法。因为事实上，收购方动用的资金极少来自自有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资金，大多数来自自筹资金，而所谓的自筹又绝大部分来自银行，说到底，收购行为是一种信用行为。张海一分钱也没有，理论上也能收购健力宝，只要有人肯替他出这笔钱，或者借他这笔钱，他可以拿股权作抵押，也可以凭信用作担保。问题在于，只要健力宝的股东拿到收购款就宣告交易成功。三水区政府拿到现金没有，拿到了2.38亿，那么至少在约定的时间里张海就是健力宝的合法股东，健力宝在约定的时间里就是张海的。张海用健力宝的钱干什么还需要征得别人同意？当然不需要。动用自己公司的资金是挪用和侵占公司财产吗？如果是，那也是因为健力宝是一个股份制公司，还有10%的股权不姓张，因此侵害了小股东的利益，而这个小股东偏偏却是国有股股东，同样，这不足以构成对张海合法身份的否定。那么，祝维沙和叶红汉为什么和张海反目？熟悉张海历史的人都知道，张海是玩钱生钱的主，健力宝对于他而言不是实现实业报国理想的舞台，而只是一个融资的平台，三水区政府贱卖健力宝实际上给张海提供了一个透支健力宝的机会。健力宝是中国顶级的饮料品牌，但在交易中却没有无形资产的评估，这是三水区政府的愚蠢所在，又是张海极力进入的动力所在，张海进入前后，银行贷款净增11亿，这11个亿就是张海对健力宝价值的开发。如果张海把这11个亿用在健力宝的经营上，健力宝也就不会走到今天的地步，正是因为张海将贷款另作他投，所以才导致健力宝自身周转的困难，祝维沙、叶红汉和张海的反目也正在于此。

至于第三套，与其说是张海套的李志达，不如说是叶红汉和祝维沙套的李志达，他们套李志达没有其他想法，就想自己解套，想不到的是套住了李志达，自己也没能解套。尽管现在谁都不愿意透露李志达的2个亿付给了谁，但是从现在的格局分析，钱又到了张海的手中，而李志达收购健力宝俱乐部是不收不行，收也不行。不收，张海说他没实力，收，其实名不正言不顺。不过对于李志达而言，2个亿都出去了，也就不在乎2000万，反正上当上到底，输钱不输人。

水皮在“健力宝毁在谁的手里？”杂谈中说，健力宝看上去，罪魁祸首是张海，其实不然。如果现在要否决张海当初和三水区政府交易的合法性，办法只有一个，证明张海在收购中有不法行为从而影响

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易的价格公正，从而非法，这在法律上叫“民让刑”。

如果健力宝不是毁在张海的手里，又毁在谁的手里呢?

打死你，我也不说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中小企业板是谁的聚宝盆

1. 创业板为什么不合时宜（上）

中国有句老话，“过了这个村就没有这个店”。创业板本来是一个外来的概念，一个在2001年4月美国纳斯达克市场指数到达不可思议的5300点时诱惑了全世界的一个概念或者说是一种梦境，在那种梦境之中中国推出这个概念属于“上帝都会原谅的幼稚”，也可以看作我们和世界接轨的真诚和智慧，本来也无可非议。

问题是，当纳斯达克从5300点直落1300点，新经济的泡沫彻底破灭之后，我们却怎么也走不出那个什么也没有的空空的店堂了。

围绕着创业板的话题自去年底以来又顽强地、执著地开始出现在媒体上。

2002年11月18日，中共十六大召开不久，当时的中国证监会主席周小川接受中国证券报记者的访谈，记者请教周主席如何理解十六大报告中没有提及创业板，周主席作的回答是，十六大报告明确提出“要发挥风险投资的作用、形成促进科技创新和创业的资本运作和人才汇集机制”。在周主席看来，资本运作就意味着要有市场平台，也就是创业板，虽然具体细节还可以设计和论证，不管叫什么名字，以什么具体的方式和具体规则，必然是要求资本市场为科教兴国提供服务，因为风险投资不仅是一种资本运作，也包括技术和管理的成分，不但提供资金，而且孵化技术，改造管理，因此必须汇集人才，形成资本、技术和管理相互促进的创业环境，在这一环节上，风险投资的退出是否通畅，企业的评价和激励机制能否形成，都要依靠创业板市场的建立和发展。

显然，创业板在周小川的眼中就是高新技术板，根本目的是为风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险投资服务的，这一点和主板为国有企业解困脱贫服务没有本质的区别。

但是，身为“风险投资之父”的成思危却并不这么看待所谓的创业板。

2003 年 1 月 20 日，《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》同时发表人大副委员长成思危题为《让股市恢复本色》的访谈。1998 年成思危代表民建中央提出的《关于尽快发展我国风险投资事业的提案》成为九届政协的一号提案，针对记者关于创业板的提问，成思危明确表示反对。

成思危说，关于中国风险投资的发展，他一贯坚持分三步走，第一步是在现在法律框架下成立风险投资公司，第二步是通过立法建立风险投资基金，第三步才是建立包括二板在内的风险投资体系。尽管这位风险投资专家认为二板确实可以为那些处在成长中的高新技术企业提供融资的机会，但他也只是赞成对高科技公司的上市条件适当放宽，在现有股市内搞一个科技板块，支持高科技企业上市，但这与二板的概念完全不同，这是一个块，而不是什么板。因为作为一个块，可以几家企业合格就上市几家，作为一个板，就要汇集多家企业，如香港创业板，一开始就有 50 家，中国的二板至少要有 400 家上市公司才有人气，否则是搞不起来的。

但是成思危的反对创业板还在于“风险”两个字。

根据成思危的调查，现在申请上创业板的几百家企业中，70%是 1999 年后听到风声才成立的，这些“危险”企业的上市风险不言而喻，而且因为二板门槛低，在中国股市这种过度投机的气氛下，二板的推出会加重过度投机，监管也更加困难，难以保障投资者的合法权益。

2003 年 2 月 26 日有媒体报道，一直热心于中国股市何去何从的吴敬琏教授在美国教授希勒“非理性繁荣”的新书发行仪式上发表谈话，再次涉及创业板，吴教授认为中国现在推出创业板的时机已经成熟，监管方面没有问题，而且预测，创业板的设立不会分流主板市场的资金。

吴敬琏的讲话见诸媒体之后在业内招致强劲反弹，专程从上海赶

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到北京参加北京电视台《证券无限周刊》和搜狐联合举办的网上论坛的谢百三教授呼唤包括杨帆、张卫星、水皮在座的各位共同发表负责任的观点以正视听。

谢百三是带着他的新书《谢百三教授和中国股市的几次辩论》参加论坛的，书中收录了他发表于《复旦大学校刊》上的文章《无限期推迟创业板的建立》，谢百三说，深交所的年度工作报告中又一次提到要把推出创业板作为今年的工作要点，这是一种非常危险的行为。而据他了解，一旦开板就是每天 20 家以上的速度，上市的门槛低至只要有 3 年的财务记录就行，换句话讲，在主板还要花工夫作财务包装，在创业板完全可以赤裸裸就上阵，不必举着任何牌坊。更要命的是，根据设计，创业板的股份是全流通的，发起人的股份在上市一年后就可以变现，这种局面一旦成真，将对目前已陷危局的主板市场形成摧毁性的打击，客观上达到"推倒重来"的效果，由投资者、券商、机构、基金以及保险公司巨额亏损而形成的金融危机后果不堪设想，因此，忍无可忍的他再次通过内参直接向国务院最高领导表达了他的焦虑。

2003 年 3 月 3 日，《证券时报》报道中国证监会对九届政协委员提案的答复，有关创业板的标准回答如下：按国务院的部署，证监会一直在认真总结境外二板市场的实践经验和教训以及境内主板市场的运作状况，审慎研究国内创业板建立的相关问题，努力为创业板的顺利推出创造条件。国务院对建立创业板市场十分慎重，将在各方面条件充分具备的基础上，适时考虑创业板的出台，设计中的创业板市场不仅是专门针对高新技术企业的，而是力求成为上市标准市场化、监管运行目标化、为高新技术企业和具成长性的中小企业服务的新市场。

证监会的答复清楚地表明，设计中的创业板不但是高新科技板，而且还包括具成长性的中小企业。根据 1999 年全国人大常委会通过的关于修改《公司法》的决议，对于高科技公司的上市条件，可以适当放宽，并没有包括所谓具成长性的中小企业，也就是说创业板的建立至少在目前没有法律依据，人大常委会这道门槛不是想绕就能绕得过去的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

否则，要人大干什么呢?

创业板为什么不合时宜（中）

不可否认，在日益多元化的中国，人大代表也好，政协委员也好，都应该是不同利益群体的代表者、代言人，两会期间的提案和议题乃至发言，既是言论自由的表现，也是民意的汇聚，行政当局不可不察，不可不听，不可偏听偏信，也不可照单全收。

有人建议及早推出创业板，就有人会反对推出创业板，水皮就是一个反对者。

理由很简单，不合时宜。

纳斯达克的创业板是在纽约证券交易所和芝加哥期货交易所这样已经存在百年的成熟市场形态下推出的带有试验性质的副产品。纳斯达克由 1971 年 2 月 8 日的 100 点起步，到 1999 年 11 月 3 日突破 3000 点，时间是 28 年，而道琼斯指数为此付出的是整整 85 年，纳斯达克的活力可见一斑。但是问题也就出在这种活力上，在突破了 3000 点之后的一个月中，纳指突破 4000 点，3 个月后突破 5000 点，四个月中狂升七成，2001 年 1 月 31 日，纳斯达克的市值超过 5 万亿美元，而一年前仅为 2.9 万亿美元，网络第一股的亚马逊书店最高价超过 400 美元，最终形成了人类历史上有史以来最大的投机性资产泡沫。现在纳指长期在 1300 点附近徘徊，和最高值相比，暴跌了七成还多，大多数公司的市值不到最峰期的一个零点，如果不是有像微软和英特尔这样的成型公司依然驻扎的话，纳斯达克已经不复存在了。与纳斯达克的情景相仿，全球 19 个开有创业板的市场全部失败，中国香港地区的创业板从 1000 点跌到 100 点，而且在香港投资者中间形成了创业板 = 欧亚农业 = 内地民营企业 = 欺诈的恶劣形象。德国已经关闭了开办 6 年的创业板，纳斯达克的东京市场也在年前就已经撤销。

实事求是地讲，创业板在成熟市场的实验是宣告失败了的一个创新品种，我们凭什么要再走一遍弯路呢？不是说外国人搞不好的东西，我们就一定也搞不好，因为这是一种交易规则的探索，和民族自尊心没有任何联系，否则和“人有多大胆，地有多大产”有什么区

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

别呢？

中国证监会表示一直在认真总结境外二板市场的实践经验和教训，不知道会得出什么样的结论。

这是其一。

从某种程度上讲，创业板的高风险、高投机、高泡沫、高收益是一种富人游戏，是一种在成熟市场形态中，成熟的机构、成熟的投资者能够承受得起，能够玩得起，能够失败得起，又不至于对主板市场形成冲击的游戏，玩好了固然锦上添花，玩不好也赔得起，也不至于前功尽弃或者全军覆灭，形成社会灾难。

这样的游戏，我们现在玩不起。

2000 年 12 月 12 日水皮杂谈发表《创业板是哪个坑》一文，其中有段文字是这样写的：

“水皮有时候想，上帝是公平的，他知道中国的证券市场不过才像个 10 岁的孩子，经不起大风大浪，因此，就让暴跌的幽灵适时在纽约的上空游荡，否则的话，如果，纳指晚 3 个月暴跌，头脑已经被刺激得发晕的中国证券市场保不定就搞出一个东施效颦来，后果不堪设想。”

“纳斯达克是目前或者说曾经被视若成功的惟一的创业板，榜样都崩溃了，不能让决策者警醒吗？何况作为二板创设的种种理由，在水皮眼中不是主板市场亟待解决的危机就是不能再加以扩大的矛盾。”

“比如，股权要全部流通，比如，面向中小民营企业，比如，偏重高科技高成长，比如，退出机制，哪一条不是主板市场急需调整的？至于说削低门槛，增加风险意识，难道在虚假上市，包装上市已经形成风气的主板还有什么不能跨越的高门槛？连重组股都能增发新股，上市公司还有什么必要为净资产收益率负责？造假如琼民源、巨亏如郑百文都能免死，奢谈风险意识又岂不是杞人忧天，徒增笑柄？”

“水皮琢磨，中国的证券市场怎么说也是一个整体，怎么说也只能由一个中国证监会在监管，总不至于主板周小川主席说了算，二板梁定邦顾问说了算。既然如此，有什么主板的解决的问题非要跑二板去搞掂，换句话说，主板搞不掂，或者不想搞掂，二板又如何能搞掂或一定能搞掂。证券市场如果靠表决就能整顿好的话，多开几次全国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股民代表大会岂不省时、省力、省心!”

现在看来，两年前的观点并不过时。事实上，当年创业板的第一候选用友软件很快就转投了上交所的主板，并且成为市场化发行的第一股，创下 36.68 元的发行天价，主板和创业板并没有什么天然的不可跨越的鸿沟。

而主板市场呢？大家有目共睹。经过两年的暴跌和人为的挤泡沫，元气大伤不说，投资者的信心正面临着前所未有的考验，成交低迷、人心涣散、全行业亏损，不管投资者、券商、基金都全线套牢，中国资本市场急需休养生息，在这种时候推出创业板不是别有用心就是根本无视投资者利益，给新一届政府和证监会添乱。

这是其二。

2002 年 11 月 4 日，即将卸任的朱□基总理在卡塔尔首都多哈接受记者采访时表示，创业板在主板市场整顿完之前不可能推出。

这是一个负责任的总理说的负责任的话。

创业板为什么不合时宜（下）

创业板如果不开的话，谁的损失最大呢?

一是深交所，二是投机客。

先说深交所。

大家都知道中国的主板市场有两个，一个在上海，一个在深圳。照说偌大的中国，有两至三个证券交易所并不算多，但是从世界各国的历史和现状来看，资本市场讲究的就是赢家通吃，一山难容二虎。在连香港都无可奈何花落去的情境下，深圳交易所要和上海滩别苗头只能是不自量力，如果维持目前的局面，那么深交所的前景除了黯淡还是黯淡。

因此，在纳斯达克红透半边天的时候，深交所拼命争取创业板是完全可以理解的，创业板一开，那么至少在短期内深交所能够再次吸引全国股民的眼球，能够最大限度吸引全国以至全球的投机热钱，疯狂一回过把瘾完全是可能的，这倒并不是深交所自我矮化，而是没有办法的办法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是人算不如天算，就在深交所万事齐备只待开板的情况下，纳斯达克崩盘了，这样一来深交所停发新股就成了心中说不出的隐痛，创业板成了有些人开出的“空头支票”迟迟不能兑现，无形之中加快了深交所边缘化的步伐。

最着急的当然是深圳地方政府。

作为刚刚当选广东省副省长的人大代表，宋海曾任深圳市副市长。宋代表此番在会上提出的议案就是《关于尽快推出创业板市场的议案》，用宋代表的话讲，就是耽误了三年的“创业板一定要开”。据他透露，2000 年议定开创业板时，“我们掌握着几百亿资金，海内外的都有，就是现在也有 130 多亿，创业板不开，大多数资金都转投了他处”。据他说，现在符合创业板上市条件的有 1200 家，完成辅导期的有 500 家。

1200 家是什么概念？是沪深两个主板市场 10 多年发展才完成的上市公司总数，现在一个创业板就完成了这个“大跃进”，水分可想而知，泡沫不言而喻。

有意思的是，宋代表认为创业板不会出什么风险，甚至对主板是一个繁荣的契机，对于深圳和广东是否为自身谋利的提问没有作出正面的回应。

再说投机客。

水皮身边这两年一直带着一封王迪春的读者来信，在信中他谈到了创业板的问题。他说 2001 年初，他去广东办事，在朋友招待他的宴会席碰到了三位并不认识的当地暴发户，那种不守法的农民暴发户。从他们的谈话中知道，这三个农民正在做一个生意，就是通过包装东莞一家所谓的民营企业去创业板上市，而且已经买通了证监办的人，正在盘算寻找证监会的关系，一旦成功上市回报将会非常巨大。

王迪春弄不明白，几个暴发户怎么会有这么大的能量，什么事情都敢做。“(中国证券) 市场需要监管，也需要治理，但是我想，首先的监管对象，首先的治理对象，不应该是百姓，不应是上市公司。明确地讲，应该是管理层，如果他们严格执法，严格办事，对党对国家对人民负责，就不会有红光事件、康赛事件的发生，如果管理层都那么廉洁自好，无懈可击，那么以上几个农民也就不会打证管办和证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

监会的主意。”王迪春声明他并不知道那几个暴发户的事情后来进展如何，但是人大常委会副委员长成思危的谈话印证了王的所见所闻，成思危一针见血地指出，“根据调查，现在申请上创业板的几百家企业中，70%都是1999年听到开创业板的风声后才成立的”。

70%是一个什么概念，这意味着大量所谓创业板合格公司要打一个大大的问号，意味着蜂拥而来的资金根本就不是什么风险投资而是纯粹的投机热钱，根本就是为了赚取上市前后的巨额价差而来的。创业板一天不开，他们就套牢一天，创业板一天不开，他们的资金成本就增加一截，“偷鸡不成反蚀把米”，他们不急还有谁急？

当然，敢于玩创业板的人都是把创业板当作一夜暴富跳板的人，也都是敢于大进大出赌命的人，更是能量非同小可神通广大的人。只要创业板还有一线的希望，他们就会作百分的努力，否则对于他们来说就是血本无归，因为他们本来就不是冲着实业项目而来的，上市公司对他们来讲只是一个赌注，哪一个赌徒都不会傻到把筹码当赌资的地步。

2003年的春天，谁还能比谁傻到哪儿去？

2. 深市赶的是哪一拨

高英培和范振玉是两位相声演员，他们合作的相声“钓鱼”给人留下深刻印象，其中有一句台词讲，河里的鱼是一拨一拨来的，今天虽然没钓着鱼，但是不要紧，听说明天还来一拨呢！

河里的鱼不是大海的潮，不会一拨赶一拨，不过，资本市场的投机倒挺像潮起潮落的，同样的狂热，同样的痴迷，这拨过去了，下拨还照旧。

3月底，媒体报道，深交所在冻结了3年之后即将开始发行新股。“五一”长假之后，深圳股市将推出“中小企业板”，记者在报道的同时感慨深市的春天终于来了。

如果说深市真的能迎来春天的话，那么事实也就意味着冬天的结束，只可惜，深市的冬天是那么的漫长，整整36个月不见天日。

36个月前是中国互联网泡沫空前繁荣的时期；36个月前是全世

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

界处于新经济狂想最巅峰的时刻；36 个月前是中国东施效颦推出创业板要赶“这一拨”的日子。

36 个月前，水皮杂谈发表《创业板是哪个坑》的杂谈。其中提到，“惟一值得庆幸的是，就在大洋此岸开始跟风的时候，纳斯达克开始了暴跌，这一跌就跌了个面目全非，指数打了个对折，股价尤其是网络股的股价不到巅峰时期的十分之一”。此前，纳斯达克在 1999 年 11 月 3 日突破 3000 点后，一个月中突破 4000 点，三个月中突破 5000 点，四个月中狂升 70%，“这种具有财富效应理所当然被‘5.19’行情的催生者奉若经典，效仿是情理之中的”。

“水皮有时候想，上帝是公平的，他知道中国的证券市场不过才像个 10 岁的小孩，经不起大起大落，因此，让暴跌的幽灵适时在纽约的上空游荡。否则的话，如果纳指晚三个月暴跌，头脑已经被刺激得发晕的中国证券市场保不定就搞出个东施效颦来，后果不堪设想。”

“纳斯达克是目前或者说曾经被视若成功的惟一的创业板，榜样都崩溃了，不能让决策者警醒吗？”

事实上，纳斯达克不仅对新兴的中国市场构成致命诱惑，更多的是对欧洲和日本构成“必杀”。在 36 个月中，欧洲惟一的创业板市场德国创业板关门，纳斯达克东京市场摘牌，美国本土的纳指暴跌至 1300 点，现在还不到 2000 点徘徊。

36 个月中，围绕着中国创业板的变迁，各色利益集团展开了公开的较量。创业板自身也经历了从高新技术板到创业板到第二板再到中小企业板的变化，深圳交易所为此静候 3 年。

中国究竟要不要创业板，有没有条件推出创业板是两个相互关联的问题。从理论上讲，创业板中国是需要的，因为这有利于鼓励风险投资、鼓励中国企业的创新。但是，有一点我们必须关注，那就是创业板实际上是一个高风险的投机市场。全球惟一成功的纳斯达克设立于 1971 年 2 月，到 1999 年 11 月 3 日纳指突破 3000 点之前整整默默无闻了 28 年，我们看到的是纳指在 2000 年的辉煌，但是能够忍耐长达 28 年寂寞吗？这是一方面。另外一方面，中国股市一共才走过 10 多个年头，本身就是一个缺陷市场，主板市场的股权分置已经成为全球独一无二的景观，而大多数的上市公司是国有企业更增添了监管的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

难度，更何况还肩负着国有企业解贫脱困的历史重任。在一个主板市场都心有余而力不足的情况之下，再匆忙开创业板这样监管难度更大的市场，不是制造风险和泡沫又能是什么呢?

成思危号称风险投资之父，但是这样严肃的经济学家并没有想当然地成为创业板的推进者，相反他提出了三步走的策略，主张在主板中设科技板块而不是单独设市，因为他清醒地知道，目前在排队等待上创业板淘金的上千家公司中，70%是在1999年听到创业板风声之后设立的。

但是并非所有的学者都能够像成思危先生这么一分为二、实事求是地看待创业板，更多的人是从理论层面上就事论事。比如有“创业板之父”雅号的王国刚先生就认为设立创业板是为了促进中国民营科技企业的发展，吴敬琏先生认为创业板可以实施和主板完全不同的监管机制，形成主板上国营企业，创业板上民营企业的格局，有的学者更从民营企业融资的角度提出意见，还有的甚至寄希望于创业板能够解决全流通问题，这其中还夹杂着沪深两市的定位和竞争，更让创业板成为一个剪不断理还乱的麻烦。

真理是越辩越明的。中国需要创业板但不是现在。深圳在结束了3年的苦等之后重开中小企业板是一个理性的选择。从目前国务院的批复看，在深圳打包上市的公司主要以在上交所排队的已过会企业中挑选，上市条件（三年赢利）、发行审核、信息披露等和主板一样，股份同样分为流通股和非流通股两种，这种安排既和主板相衔接，又有利于降低风险，保证上市公司的质量，也为今天向创业板过渡打下一个好的基础，用刘纪鹏的话讲就是“抬高了门槛”。

股市的非理性繁荣是论拨的，新经济这一拨已经过去了，再留恋也没有用，还是静下心来等待着下一拨的到来吧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 中小企业板缘何“屈居”主板

今天，中央电视台新闻联播的地位和当年的“两报一刊”在国人心目中的地位相比有过之而无不及，中共中央的最高决策基本上通过这个窗口传达，反过来讲，如果有什么消息上了新闻联播，那么也足以说明这个消息的分量，哪怕只是一条简讯。

深圳交易所获准在主板市场内开创中小企业板块就是属于在新闻联播中只能占据一句话简讯的重大新闻。在水皮的印象中，涉及证券市场的消息能上新闻联播的，最近的是“国九点”的颁布，远一点的是国务院停止通过国内市场实施国有股减持，这一次同样是经过国务院批准，中国证监会正式批复深交所设立中小企业板，对于投资者而言，这条新闻联播究竟意味着什么呢？

这个疑问是 5 月 17 日晚新闻联播之后搜狐财经频道的编辑赵杰第一时间提供给水皮的问题，而水皮的第一个反应就是深圳恢复新股发行。

深圳恢复新股发行对于深交所而言是走出“寂寞深闺”（侯宁语），是对当年仓促竞上创业板的“纠错”，是对荒废了 3 年时光的追忆，是对沪深之争无可奈何的沉默。至于中小企业板是否就是深圳市长李鸿忠理解中的创业板预演，中小企业板是否就会发展成为创业板，不是不好说，而是两回事。否则，中国证监会根本就没有必要明确是在主板市场中设立中小企业板这个前提。主板是什么概念？主板是相对于创业板或者三板市场的概念，如果两者是一回事，证监会的批复岂不画蛇添足，多此一举。深圳市场亦是主板市场，这就等于暂时否决了深圳成为创业板的自我定位，等于间接否决所谓创业板的创新。水皮一直认为中国股市目前不适宜推出所谓的创业板，集中精力把主板市场建设好，完善好，树立起投资者对中国资本市场的信心才是当务之急，一个连路都不会走的孩子，首先要学会走路，其次才是跑步。

深交所恢复新股发行对于广大投资者而言则是“重大利好”（刘

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纪鹏语），因为新股发行虽然给人以扩容的印象，给人以圈钱的感觉，但是中小企业板的股权设置"萧规曹随"实际上是消除了所谓"全流通"这个潜在的最大不确定因素，创造的是一个相对稳定的投资环境和预期。水皮一直坚持认为历时两年多的大熊市是人为的熊市，根本的原因是因为游戏规则面临着改变的不确定因素。人人自危，个个困惑，不管是"边缘化"也好，还是"没有吸引力"也好，反正一句话，在一个谁也不知道未来的市场里面，回避是惟一的选择。理论上讲，国有股减持和全流通是两回事，但是在操作过程中却又急于求成，期望一夜之间建成罗马，达到完美境界。可以不可以有部分股权不流通？可以不可以将部分持股成本远远低于流通股的股权转为优先股？换个角度想一想，你就会发现"全流通"并非有的人所说的已经成为中国股市的死结，不解决这个问题，就什么都做不下去了。就算是死结，恐怕也是心结。

那么，证监会为什么会选择在这个时候公布国务院的批复呢？难道他们没有评估目前大盘已经踏上回调整理的跌势之途吗？在深市从 4180 点回调至 3480 点，沪市从 1783 点回调到 1540 点的背景下，这样的"重大利好"会不会演变成雪上加霜的"重大利空"呢？新股发行会不会又一次成为失控的洪水猛兽？

这些担心都是实实在在的。

其实有关深圳新股发行的消息早在今年 3 月 30 日《中华工商时报》就在头版头条作过报道，至今已然有两月，其间发行的时间表一变再变，推测也一错再错。甚至有分析认为，中央推迟深圳新股发行是因为考虑到香港市场的近况，担心分流香港市场的资金，是出于为港股托市的考虑。这样的分析虽然无从考证，但是其逻辑却是情理之中的。中国这么大的国家，需要多层次的资本市场这是共识，但是现在的市场如何分工，资源如何配置才合理，却是仁者见仁智者见智，深圳地方政府眼睛习惯盯住上海，不习惯盯住香港；习惯于眼睛向内（地），不习惯瞻内顾外（香港）。香港回归已经 7 年整，CEPA 不仅密切了深港、粤港的经济，而且拽紧京港、沪港的联系。上海和深圳的资本市场有分工的需要，香港和深圳的资本市场难道没有分工的要求吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

水皮的分析，在宏观调控的背景下，深圳恢复新股发行也会受到管理层的宏观调控。一方面由于发审委的改革，保证了发审过程的公开和透明，减少了暗箱操作，降低了滥竽充数的发行成本；另一方面保荐制的实施也在新股发行的环节上多了一层保险，控制了发行的通路，大量在深市排队的企业将被无情淘汰。对于管理层而言，上海发新股是发，深圳发新股也是发，规模、数量、节奏全掌握在自己的手中，水龙头想拧紧点就拧紧点，想拧松点就拧松点。新股发行不会因为深圳而失控，失控也不会因为深圳而发生。

如果管理层认为消息的公布不会对市场形成冲击，那么又意味着什么呢？有两个方向的答案可供选择，一个是目前的指数需要打压，一个是目前的指数没有太大的打压空间，管理层实际传递的信号要复杂得多。中国股市不是有炒新的习惯吗？那就炒吧。

4. 中小企业板是谁的聚宝盆

中小企业板是谁的聚宝盆？

不止一个人让水皮猜一猜，中小企业板第一股会不会成为百元股，水皮说既会又不会。

会，说的是一个故事。这个故事的主角就是现在上海主板挂牌的用友软件。业内人士都知道，当年创业板呼声高涨之时，列入深交所候选的创业板或者称高科技股票有几十只，排在第一位的就是用友软件。创业板没结果，用友软件闪展腾挪又乾坤大挪移排到了上交所的行列中。无巧不成书的，在主板上市的用友又成为当时市场自由定价试验的试验者，王文京大笔一挥将原来 16.68 元的 IPO 价改成 36.68 元，借助神力，用友在上交所开盘不久就冲过 100 元，成为中国股市历史上第一只开盘过百元的新股。

不会，说的是现在。创业板是模仿纳斯达克的产物，百元股的联想来自于亚马逊网上书店 400 美元股价的辉煌。如今中小企业板已经和纳斯达克拉开了距离，亚马逊书店已经成为历史云烟，市盈率又替代市梦率回到人间，理性投资正在浇灭人们心目中狂热的火苗，在这个时间出现所谓百元股的概率不能说一点也没有，只能说可能性接近

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为零。

股价的高低和盘子的大小成反比是中国股市的特色，是庄股市的特征。理论上讲，一个上市公司有没有投资价值，股价应该保持一个什么样的水准，取决于什么？取决于它现在的业绩和未来的预期，只有在以上两个条件都相同的情况下，小盘股才可能会有价格优势。但在现实中，小盘股之所以成不了大盘股，一方面说明在发展中，有潜力，有空间，另一方面也说明不稳定，有风险，有缺陷。小盘股在机构投资者越来越成熟的市场中是不受欢迎的，因为进出都不容易；同样，中小企业并不等于高成长企业这一点也为越来越多的人们所接受、所理解。更为重要的是，从目前已经发行并将要打包上市的深圳新股来看，和在上交所上市的公司没有本质的差异，更看不出在成长性的优势，因此，股价如果过于乐观的话，只有一个结论，那就是高开低走，这一点，实际上用友已经用自己的历史走势给出了最好的答案。

现在我们不妨把已经或正要招股的三家中小企业板股和用友软件作个对比：

用友软件是在 1999 年 4 月 15 日成立的，同年 12 月 6 日改成股份制公司，注册资本是 7500 万。用友科技、用友研究所、上海用友和南京信益及山东优富是 5 家发起人，前三者用友系公司分别占 55%、15%和 15%，合起来就占 85%，2001 年 4 月发行公众股 2500 万股，用友系股权被稀释至 63.75%，依然是绝对控股。用友上市以来的业绩没有大的波动，2001 年是每股 0.70 元，分红方案是每 10 股派送 4.8 元，2002 年的业绩是每股 0.92 元，分红方案是 10 送 2，2003 年的业绩是 0.62 元，考虑到 10 送 2 的因素，复权相当于每股 0.74 元，2003 年的分红方案又是 10 送 2 股。目前的用友，总盘子是 14400 万股，流通盘 3600 万股，股价是 25 元。

深圳要上市的中小企业板股又是什么个情况呢？

第一股浙江新和成，计划发行 3000 万股公众股，每股 13.41 元，市盈率 16.75 倍。新和成的主要股东是新昌其合成化工厂，占 69.9%，张平一等 10 位自然人占 4.6%。新和成的主要产品是药品、保健品、医药原料药和香精香料及食品添加剂，据称年销售超过 10

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个亿，赢利达到 6000 万。

第二股江苏琼花高科技股份有限公司，计划发行为 3000 万股，每股价格是 7.32 元，市盈率 20 倍。这家公司主要从事 PVC 片材、板材及制品的生产销售，据称 PVC 产销总量达到 20000 吨，占国内市场份额的 12.50%。主要控股人为琼花公司的老板。

第三股浙江伟星实业发展公司，计划发行的只有 2100 万股，价格为 7.37 元，市盈率为 19.92 倍，是中小企业板至今发行量最小、融资额最少的上市公司。浙江伟星的主营业务是钮扣和拉链，作为中国服装辅料行业公认的龙头企业，2003 年公司的钮扣经营收入占合并收入的 54%，是不折不扣的钮扣大王、拉链大王。

新三股虽然发行量少，但是企业的质地都不错，都是行业中数得着的企业，企业也多有民营的背景，但是无论是业绩和想像空间恐怕和用友都不在一个层次上，用友的股价不过 25 元，新三股还能高到哪儿去？

中小企业板从炒作的角度看，注定不可能成为冒险家的聚宝盆。那么中小企业板又是谁的聚宝盆呢？

中小企业板是那些创业者的天堂。当年王文京一勾一画，账面资产进出之间达到 5 个亿，没有用就存银行买国债，就高比例现金分红收回原始投资。用友可以这样做，不久前在上交所上市的中外合资第一股东睦股份也是这么做的。我们有充分的理由相信，以 20 倍市盈率发行的中小企业板中的个股，以自然人控制公司为发起人组建的上市公司也多会这么做，这不是创新，这只是遵从“祖训”，落袋为安。

你说中小企业板又是谁的聚宝盆？

5. 中小企业板为什么“一股独大”

中小企业板还没有开市，但是围绕中小企业板的财富话题已经成为各地都市报财经新闻的头条，就连水皮手机移动证券的资讯屏上也常常冒出类似的标题。

以即将于 2004 年 6 月 25 日上市的“新八股”为例，这些发行量不到 3000 万股的小盘股实际上都是为自然人控制的私营企业，按发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行价计算，这些实际控制人的身价平均在3个亿以上，身价最高的是德豪润达的老板之一王冬雷，价位在6个亿左右，较平均价翻了一倍，用一夜暴富来形容这些小老板是最形象、最恰当的。

当然，中小企业板设立的意义并不在于制造暴富神话，也不在于炮制亿万富翁，但是事实上，财富话题是资本市场的本质性话题。说穿了，资本市场既是一个资源分配的场所，又是一个财富分配的场所，这个场所本身既不创造资源，更不创造财富。

王冬雷们的身价为什么会这么高呢？发行价偏高是一个原因，但是更重要的，更值得我们关注的因素则是他们的持股量奇高。德豪润达，自然人控股达到43.81%，新和成自然人控股达到28.94%，最多的是江苏琼花，自然人于青控股量达到49.57%，这种比例的持股毫无疑问是典型的“一股独大”。

被管理层寄予厚望，被经济学家视为试验田的中小企业板与生俱来就是“一股独大”，而且与主板相比，有过之而无不及，真是一种莫大的讽刺。因此，难怪胡东辉在《证券市场周刊》发表怪论，惊呼，幸亏中小企业板没有搞全流通，否则，大量的财富就会迅速流向这些企业的实际控制人，而这种社会财富的重新分配，并不是因为这些人对社会的特殊贡献，完全是靠政策的恩赐。

这公平吗？

“一股独大”在很长一段时间中被视为国有企业的通病，也是证监会推行公司治理要克服的难题，现在人们不得不反思，“一股独大”是不是成了有关方面无的放矢的托词，或者根本就是无知。

“国企是国有股‘一股独大’，而民企是家族‘一股独大’，两者孰优孰劣？如果说国企‘一股独大’是弊病，那么民企‘一股独大’就不是弊病？为什么这些‘一股独大’的民企被普遍认为经营得不错，而国企却被认为经营不善？问题究竟是不是出在‘一股独大’身上？国企的‘一股独大’尚有法律法规的约束，民企的‘一股独大’全靠这些企业家的道德自律了。为什么民企的‘一股独大’人们能够容忍，而国企的‘一股独大’就不能容忍，这里面是不是存在偏见？”胡东辉的质疑在水皮看来已经基本把问题说清楚了，其实，民营企业的“一股独大”问题并不是今天才出现的新生事物，早在2001年天

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通股份以自然人控股方式发行上市以来就已经存在，只不过中小企业板“新八股”的集中推出使这个现象成为了话题。

什么话题呢？这是市场究竟是为什么人存在，又为什么人服务的话题。

我们知道自然人持股和国有股以及法人股不一样，尽管有3年的禁售期，但是这些股份是可流通的流通股。禁售期一过，持股人就可用于抛售兑现。托政策之福而一夜暴富的持股人自然有着强烈的变现欲望，因为，这种财富的增值比起实业的经营来不知道要轻松多少倍，从机会成本的角度而言，不变现是傻子，更何况即使变现也许并不改变企业的实际控制权。

国有发起人持股3年后不能流通，自然人发起人持股3年后可以流通；国有股减持时对如何减法争持不下，自然人股变现却理所当然；国有股减持有“与民争利”之嫌，自然人股变现难道是为民造福不成？

谁能说清楚为什么？

民营企业带个民字，股民头上也带着民字，此民非彼民，这一点有的人清楚，有的人不清楚；有的人以为民营企业可以代表人民，有的人知道民营企业就只能代表家族利益；有的人知道民营企业无非是一个经济单元，有的人则喜欢为民营企业乱贴政治标签；有的人知道民营企业与中国经济民营化是两个不同的概念，有的人以为两者没有什么本质的区别；于是，有的人提出主板为国有大中企业解贫脱困服务，有的人就指出中小企业板为民营中小企业融资难服务；于是最广大的中国股民们就发现，同样带着民字头的中小企业张开的嘴巴比主板上市的国有大中型企业要大得多，深得多。

成思危先生曾呼吁要让中国股市恢复本质，让股市真正成为有效融资和有效投资的场所。中小企业板的推出再一次说明，我们的股市依然陷在为企业融资服务的泥潭中不能自拔，依然在扮演一种泛政治角色，投资者的利益保护依然流于形式流于空话流于口号，依然从这一次亏损走向那一次亏损。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6. 中小企业板不是垃圾板

1990 年 12 月 19 日，上海股市开盘揭开了中国资本市场历史的第一页；2004 年 6 月 25 日，深圳中小企业板开盘结束了中国资本市场的一段历史插曲。

什么历史插曲？创业板的历史插曲。

有人说你说的不对，管理层明明有人说中小企业板是创业板的第一步，你凭什么说这段插曲已经结束了呢？

这么想，不是没有道理。但是这么提问题却忽略了一个大前提，关于中国股市的语言从来就存在着官方和民间的两种形态。这两种形态的差距有时候巨大到走向同一事物的反面。比如说，国有股减持，有关方面宣布时曾经有过“特大利好”的评论，但是最终却成为纠错机制发挥作用的契机；再比如，全流通，有关人士认为不解决什么事情都做不下去了，但是但凡有讨论的消息流传，市场马上就报以暴跌；眼下的中小企业板也是如此。

如果中小企业板真的是创业板的第一步，那么这个第一步和主板市场相比，突破在哪里？如果没有突破，又哪来的第一步？

逻辑道理就这么简单。

官方语言有官方的意味。

意味之一就是对创业板的交代。

因为这是一段孽缘。为了一时的冲动，深圳市场忍受了 3 年的停发，沪深争霸永远变成了沪强深弱，这种隐痛外人是无法理解的，因此，尽管是恢复新股发行，但是也要为深圳寻找哪怕是些许的安慰。

有的股民不理解，连主板都弄得一塌糊涂的中国股市为什么却热衷于铺摊子？为什么在全球创业板市场纷纷沦为垃圾板并关门的时候还要钻死胡同？

答案是两个字，利益。

深交所有深交所的利益，与上海争夺客户资源；

上市公司有上市公司的利益，能够圈钱；

创业投资有创业投资的利益，寻求变现；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理层有管理层的利益，与国际接轨；

学者们有学者们的利益，维护权威。

谁都知道目前中国资本市场的利益多元化，谁都知道利益集团的代言人都是哪些位人物，只不过谁都不愿说透而已。

在创业板的问题上，水皮对3个人充满敬意。

一个人是朱□基。在出席多哈谈判的时候，朱□基接受记者采访，明确表示创业板在主板市场整顿完之前不可能推出，时间是2002年11月4日。

一个人是成思危。成思危是人大副委员长，1998年还是政协副主席的成在九届政协会上提出《关于尽快发展我国风险投资事业的提案》，被誉为“中国风险投资之父”，但是却对设立创业板投反对票，时间是2003年1月20日。

一个人是沈联涛。沈联涛是香港联交所的主席，国务院征求他意见时，沈主席以香港创业板的失败提醒中央勿蹈覆辙，时间不详，但肯定在朱□基公开自己观点之前。

当然，水皮提到这三位令人尊敬并不是说赞成创业板的都是小人，相反他们中间的不少人也是水皮尊敬的前辈学者，比如吴敬琏先生。吴先生是创业板的热衷倡导者，2003年2月26日，媒体报道说，吴教授认为中国推出创业板的时机已经成熟，监管方面没有问题，而且预测，创业板的设立不会分流主板市场的资金。

创业板的设立会不会分流主板市场资金现在还是个悬念，没有悬念是中小企业板。中小企业板推出的消息公布后，沪深股市就一直跌，中小企业板新八股亮相暴涨的时刻，沪深两市依旧跌，中小企业板高开低走全线跌停的时候，沪深两市还是跌，一直跌到1380点，中小企业板不分流主板的资金分流谁的资金？

中小企业板除了盘子小之外，水皮还真看不出新八股和老八股有多大的本质区别，也看不出成长性体现在哪里。新八股开盘三日，第一天高开低走，第二天全线跌停，第三天部分跌停，主板市场的新股已经跌破了发行价，中小企业板会不会向主板看齐呢？2004年6月29日的盘面显示，当日上市的中小企业板传化股份涨幅只有50%左右，和首批上市暴涨400%的大族激光已经不可同日而语。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

创业板话题热的时候，市场最担心创业板会不会变成垃圾板，中小企业板开盘之后，这种担心也同时在市场中流传。有消息就称，管理层将修改中小企业板的规则，降低上市标准，果然如此的话，那么中小企业板成为垃圾板的日子也就不远了。

水皮相信这只是一个黑色幽默。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

德隆系是谁的悲哀

1. 德隆系的出路在哪里

2001 年股市大暴跌，市场流传的股谚是“德隆不倒，跌势不止”，结果德隆系的“老三股”不跌反涨，引出了郎咸平“该跌不跌，必为庄股”的评论；

2004 年股市大反转，市场却开始流传德隆资金链断裂的故事，结果德隆系的“老三股”果然出现了和大盘截然相反的走势，出现大幅下挫。

德隆系的掌门人唐万里在接受采访的时候反问记者，德隆系的股票涨有问题，跌也有问题，涨也不是，跌也不是，谁能告诉我，德隆的股票怎么才能让大家满意？

应该承认，尽管唐万里一再否认德隆系股票的走势和德隆这个大股东有直接的关系，一再强调德隆系控股上市公司从事的是产业整合而不是投机炒作，但是德隆系的股票是庄股却是不争的事实，不仅如此，德隆系的老三股或许还是硕果仅存的“历史遗留问题”，是没有崩盘惟一榜样。

新疆屯河，1997 年德隆入驻时总股本才 8400 万股，流通盘才 2100 万股，2003 年总股本已经变成了 8 亿，流通盘已经变成了 4 亿，而股东数 2003 年 6 月的时候才 5000 余人，人均持股超过 8 万；

湘火炬，1997 年德隆入驻时总股本才 9700 万股，流通盘才 5600 万股，2003 年总股本已经扩张成 9.36 亿股，流通盘扩张成 5.9 亿股，而股东数 2003 年 12 月底不过 13000 人，9 月 30 日才 10000 余人，人均持股达到 5.9 万股；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合金股份，1997 年德隆入驻时总股本才 5168 万股，流通盘才 1400 万股，2003 年总股本已经增至 3.8 亿股，流通盘超过 1.6 亿股，2003 年 9 月 30 日的公告表明股东人数为 4000 人不到，人均持股 4 万股。

持股已经清楚地表明，老三股的筹码相当集中，不但持股集中，而且老三股的涨幅也是十分惊人，在股本扩张平均 10 倍的基础上，老三股的股价涨幅超过 20 倍，基本上是重复一个套路，除权填权，再除权再填权，再除权还填权。可以说在 2003 年年底之前，老三股的确没有套过人，所有持有老三股的股民只要有耐心都是获利者，反过来，老三股的异乎寻常的强硬也进一步坚定所谓共同锁仓的战略投资者的信心，浮码越小，股价越坚挺。这种坚挺不是没有道理的，在经过了媒体的不断质疑之后，投资者发现，德隆这个公司的确与众不同，德隆的确是在脚踏实地地做实业。年报显示，新疆屯河在过去的 6 年中主营业务由 1.4 亿扩大到 19.43 亿，涨幅超过 14 倍，总资产由 5.19 亿扩大到 63.2 亿，涨幅是 11 倍。湘火炬主营业务收入由 1.24 亿元扩大到 39 亿元，涨幅超过 30 倍，总资产由 3.67 亿扩大到 54 亿元，涨幅超过 15 倍。合金投资的主营业务由 0.8 亿扩大为 9.5 亿元，涨幅为 11 倍，总资产由 1.9 亿元扩大到 18 亿元，涨幅超过 9 倍。事实上，如果说德隆是一个庄家，那么绝对是天下第一大傻庄，因为在互联网泡沫满天飞扬，连综艺股份都能变成炎黄在线的狂热中，在联想这样的公司都发布和美国在线成立合资企业的投机中，德隆系的老三股一个也没有触网！

但是，德隆系终究还是一个“历史遗留问题”，英国人胡润在编制中国富豪榜时发现，论资本的控制力、影响力，德隆的唐氏兄弟排在第一位。仅老三股的市值就高达 380 多亿，流通市值高达 176 亿，这些还没有算上德隆国际控股的其他四家上市公司的市值和众多的参股公司的市值。如果全部加起来，那么就是一个惊人的数字。可以想像，如果德隆系在熊市中崩盘，那么会给中国市场带来多么巨大的冲击，局部金融危机绝不是危言耸听。

那么，为什么在熊市中都没有倒下的德隆系在这轮大牛市中却开始出现巨幅调整呢？究竟发生了什么问题？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2004年4月12日开盘不久，新疆屯河就直奔跌停板而去，全天在此附近徘徊，尾盘收9.87元，跌幅8.27%，湘火炬的走势与新疆屯河如出一辙，尾盘收报9.33元，跌幅达到7.07%，新疆屯河成交334万股，湘火炬成交440万股均创下近期的天量，呈现典型的放量急跌形态。在此之前的3个多月中，新疆屯河的高点是在14.67元，湘火炬的高点出现在16.18元，新疆屯河的下跌幅度超过35%，湘火炬的下跌幅度超过40%。当天跌幅没有超过7%的合金股份盘中最低跌去5%，尾盘收回略挫1.24%收报21.96元，但即便如此，距离去年11月底29.40元的高位也有25%以上的跌幅。

更令人不解的是，这一切发生在老三股的业绩呈现大幅上升的情况下。湘火炬的年报显示，在股本扩张50%的同时，业绩由2002年的0.19元上升到0.23元，净资产收益率高达17%；合金股份发布预盈公告称业绩将比上年增长50%，按同比口径，2002年业绩为每股0.12元，2003年前三季度已经达到每股0.21元，净资产收益率达到12%多，业绩惟一滑坡的是新疆屯河，而滑坡的原因很大部分在于出售了汇源果汁的资产。

与此同时，人们还发现，以前从没有质押过上市公司法人股股权的新疆德隆开始频频出现在上市公司的公告中。湘火炬称，德隆分别质押了3733万股和10020万股湘火炬给中信银行与招商银行，德隆名下的股权一共有20520万股，合金股份也公告，新疆德隆将全部7164万股中的4363万股质押给了中国银行，新疆屯河则称，第四大股东德隆将占全部股份7.35%的5924万股股权质押给了中国银行。

质押股权干什么？不为别的，为的是贷款。股权质押是上市公司大股东常用的抵押贷款方式之一，问题是为什么德隆以前很少使用，现在却频频公告？尽管质押的只是部分股权，但是却说明一个事实，德隆系的资金的确有点紧张。

其实这是可以预料的。

可以预料的原因之一，在于银根紧缩。央行一而再地提高存款保证金率就是一个明确的信号，而在限制贷款的行业中，老三股所处的行业无一幸免；

可以预料的原因之二，在于ST啤酒花担保的后遗症，新疆地方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银行纷纷取消以往的授信方式，改用“不见兔子不撒鹰”的方式自保；

可以预料的原因之三，在于德隆系民营企业的背景。在原因之一和之二的相互作用下，首当其冲的便是平时就是贷款难的民营企业。

当然，资金面紧张和资金链断裂并不是一回事，资金面紧张也不构成股价下跌的真正原因。

真正的原因是什么？

是战略投资者要变现。战略投资者也是投资者，也要讲求回报，熊市中不能减仓只能锁仓，牛市中再不减仓更待何时？这是一；

是管理层规范投资行为的要求。尽管是历史问题，但是老三股的持仓过于集中必须分仓，熊市不能分，牛市中再不分又如何向全体股民交代，如何体现一视同仁，如何体现“三公”原则？这是二；

是德隆系收缩战线的压力。德隆是在做实业，但是战线拖得太长，而且事实证明，民营企业迄今为止在金融领域依然是一个不受欢迎的人，一个“不怀好意”的投资者。金融领域，包括商业银行、保险公司、证券公司、信托公司以及租赁公司的投资给德隆带来的烦恼和麻烦要远远大于收获和利益，甚至影响到日常形象的维护。这是三。

问题是德隆系如何才能软着陆，这才是考验方方面面的大智慧。

一个办法是加快引入境外战略投资者的步伐，QFII 牵手德隆系只是投石问路，境外基金牵手德隆国际才是做大做强产业整合的捷径，目前以老三股为代表的整合已经初见成效，作为投资正是出让股份的最佳卖点。

一个办法是加大目前产业整合的力度。湘火炬和合金股份已经构成了产业链，如果两者强强联合不但有助于产业规模效益，而且还能产生一个新蓝筹概念，这不是不可能的事情，上海市场已有先例。

德隆系的软着陆意味着中国股市的稳定、理性和成熟。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 证监会应该当机立断

2004年4月14日，德隆系三大旗舰开始出现异动，股价由将近4个月的缓跌进入急跌。当日新疆屯河和湘火炬均出现7%～8%的跌幅，合金股价盘中一度跌出4%多但尾盘拉回只跌3%不到，同一日，水皮杂谈发表长篇文章，题目是“德隆系的出路在哪里?”。

中国股市“无庄不成股”，德隆系股票的庄股特性是明明白白的，郎咸平当年说德隆系股票“该跌不跌，必为庄股”虽然缺乏法理，但却不难理解。市场的分歧不在于德隆系是不是庄股，而在于德隆是不是庄家。

什么是庄家呢?

水皮在《黑庄》一书的总论中对此有过讨论：

“严格地说，庄家不是一个法律名词。很难界定一个账户上拥有某种股票多少数量是庄家；同理，你也很难界定哪个股票就一定是庄股，涨多少算庄股并没有统一的标准。”

既然庄家并不是一个法律概念，那么，难道我们这个市场就允许庄家无法无天吗？在法律概念上有的只是操纵，有的只是散布虚假信息，有的只是制造成交的假象。就是说，法律只和你讨论违规问题，不和你谈论庄股和庄家的认定。明白了这些道理，我们就能理解，为什么在过去3年的熊市中，德隆系股票逆势而为成为众矢之的而证监会却没有查处，不光没有查处德隆系，就是明天系、爱建系等这系那系的也都没有查处。不是不查，而是查不出什么说法，法律上的说法。

这是法律上的空白呢，还是本来就是自由空间？不同的人有不同的理解和表述，这种不同最终导致私募和委托理财的无规则非理性繁荣，造成德隆系股票居高不下，成为大熊市中令人眩目的风景。

举个最简单的事例。操纵亿安科技的罗成用四个属于自己的公司炒作亿安科技，所有特征符合“对敲”的标准，证监会很容易就认定4.98亿的非法收入都落入罗成的腰包，但是如果罗成炒作亿安科技的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资金属于集合理财的话，那么一方面很难说是"对敲"（因为所有权的确在不同的投资者中转移），另一方面也无法确认那 4.98 亿落入罗成的腰包，事实上也没有落入罗成的腰包，罗成所得可能只有 4000 万的管理费，类似封闭式基金收取的费用。

直到今天，证监会也没有关于私募基金和集合理财禁止性规定，当然也没有规范性规定。

水皮并不清楚德隆手中握有多少德隆系股票，是否在炒作自己控股公司的股票，但是有一点却是清楚的，那就是 4 月 14 日的上榜席位中出现了德恒、恒信和金信等券商和信托公司的席位，这些公司又都有德隆的股份，是德隆的关联公司，此后才开始出现的跌停也证明抛盘主要来自这些公司的席位。德隆系"软着陆"的期待最终还是被自己的关联公司打破，印证了德隆系资金链紧张的判断，证明了唐万里两会期间接受采访时决意退出金融领域的真实性。

德隆的产业整合理论上是超前的，操作上是可行的，容易得到社会的认可，但是德隆对资本运作的理解，理论上讲得通，实际中行不通，不容易为社会所认可。因此，德隆系的股票走势在牛市中没问题，在熊市中就成了一个大问题。德隆系的问题与其说是牛市中新生的问题，不如说是熊市中的遗留问题，历史遗留问题。2001 年市场就流传"德隆不倒，大盘（跌势）不止"的股谚，为什么呢？因为德隆系的走势表明市场还有多头，多头不死，跌势就不止，现在德隆系终于倒下，反过来也证明，这轮牛市是真正的牛市，原因就在于熊市结束了。

德隆系的跌势是惨烈的，从高点看新疆屯河已经从 14.67 元跌至 4.74 元，湘火炬从 16.65 元跌至 4.81 元，合金投资从 30.17 元跌至 11.02 元，市值蒸发已经数百亿。在这个过程中间，我们没有看到管理层对此有任何说法和表态。市场能解决的问题交由市场解决，市场不能解决的问题就应该由管理层出面解决。德隆系目前的表现已经说明，德隆公司对此无能为力，已经处在失控状态，恐慌情绪正在蔓延，有关方面再不采取果断行动，后果不堪设想。

市场需要一个说法，投资者需要一个说法，德隆公司想必也愿意对此有一个说法。投资者最关注的不是股价暴跌，有逆势上涨就有逆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

势下跌。投资者最关注的也不是德隆的资金链是不是断裂，那是大股东自己的问题。投资者最关注的是德隆系的业绩是真的还是假的，年报是不是虚构的，产业整合是不是骗局，这些德隆自己说了不算，只有证监会才能给大家一个交代。因此当务之急就是紧急进驻德隆系各相关上市公司，行政接管也好，行政监管也好，停止所有股票的交易，避免不必要的损失。

政府托市既不可能也不现实更没必要。德隆的问题是企业内部的问题，德隆系的问题就是市场的秩序问题。社会问题，政府不管谁管？

查清德隆系，给投资者是个交代，对于证监会自己也是一个交代。当断不断，必为其乱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

吕梁替谁亡命天涯

1. 吕梁为什么另案处理（上）

号称“中国股市第一案”的中科创业案选择在四月的第一天在北京宣判，结果出人意料，最高的才判处有期徒刑 4 年。自首的索性就免于刑事处罚。据在现场采访的北京电视台记者描述，当事人在听到宣判后居然笑了起来，而旁听者却一片哗然。

“特别关注”的栏目记者问水皮怎么看待这种现象，水皮的回答是，基本正常。

为什么影响这么大的案例会作出这样的判决呢？

原因一是这种案例按律最高是 5 年有期徒刑。

原因二是中科创业案的主犯们都没有出现在被告席上，现在的当事人并非主谋，按“首犯必惩，胁从从宽”的原则，判成这样已经算不错了。

当然，犯罪嫌疑人在听到判决后的表情是极不严肃的，但话讲回来，你要他装着痛心疾首的样子也不可能，因为从案发到今天已经整整 3 年，判 4 年刑的也就实际只有 1 年的牢可坐，其他不满 3 年的或可当庭释放，他们能不为此而轻松，能不为此而高兴，能不为此而发笑？这种笑完全是发自内心的笑，你挡都挡不住的。

那么，大家的损失怎么办？

打开中科创业，也就是现在 ST 康达尔的 K 线图我们可以发现，现在仅值 5 元钱的股票最高峰位曾经到达过 80 元左右。在 2000 年 12 月 25 日第一个跌停板出现的时候，康达尔的股价一直维持在 35 元左右，连续 9 个跌停板之后，康达尔就只剩下 10 多元钱。从康达尔的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

K 线图上就可以看出一个清楚的轨迹，康达尔变成中科创业的过程是一个股价急剧飙升的过程；1998 年当控盘康达尔这个“养鸡专业户”被深深套牢的深圳大户朱焕良北上寻求吕梁“解套”良方的时候，康达尔的股价只有 8 元左右；而当 1999 年，也就是一年后，吕梁组织“北京机构”成立“中科创业投资有限公司”的时候，康达尔的股价，确切地说当时已经改名叫“中科创业”的股价已经牢牢地站住了 40 多元的高位；2000 年则是康达尔经历在“欢乐中死亡”的终极体验，由于互联网泡沫，由于中科创业的名头，由于公司“金融 + 高科技”的概念，康达尔从 40 元上冲 84 元的过程并非完全由庄家操纵完成，而是“股票自己涨，压都压不住”。在这种情况下，除了吕梁自己还沉浸在自己编织的“战略投资”梦幻中，其他的利益中人包括当初找他的“朱大户”朱焕良为什么不见好就收，逢高出货呢？对于吕梁而言，如果还有被“假到真时真亦假”所迷惑的因素，那么对于普通的投资者而言，难道他们真的幼稚到以为深圳的一个养鸡场会生出“金蛋”来吗？

大家的损失现在看来也就只能打掉牙往肚子里咽了，根据高院的司法解释，股民索赔也就局限在因为上市公司虚假陈述而造成的投资损失。而在吕梁一案中，尽管董事会曾经被来自吕梁和朱焕良的手下把持，但是公司本身是无辜的，退一万步讲，即使能认定康达尔有虚假陈述的事实，康达尔能作为民事赔偿的被告也没有实际意义，康达尔现在已经被 ST 了，等待它的命运很可能就是退市，破产，告与不告的结果是一样的。至于说吕梁现在则是生不见人，死不见尸，大家就是想告都找不到这个人，更没有实际意义。

当然，中科创业案的意义并不在于投资者的损失，中科创业案的意义恰恰在于案由的特殊性。如果不是这种特殊性，北京二中院也不会超限审判时间长达 10 个月；如果不是这种特殊性，北京二中院也就不必再向北京高院请示汇报；如果前期有案例可循，那么中科创业案也就不会引起媒体的强烈关注，而特殊之中的特殊还在于这是一起主犯没有到庭的审判，这个主犯策划、操作了所有的过程，甚至直接发出了“中科系雪崩内幕”的新闻稿并且相当长一段时间并不认为自己的行为触犯法律，只是感到事态失控才直接“跳”出来，如果吕梁

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在押，也许中科创业案会是另外一幕情景。也许只是巧合，四月的第一天就是“愚人节”。

吕梁为什么另案处理（下）

中科创业案表面上看涉及 120 家营业部，金额高达 54 亿元，属于典型的股票价格操纵案，但是和亿安科技案不同，中科创业案实际上是由一系列并案形成的集团案，确切地说，应该叫“中科系案”。

中科系案涉及的股票包括中科创业、中西药业、鲁银投资、莱钢股份和岁宝热电，如果不是出现资金链的问题，吕梁正在构筑的山东控股也很有可能跻身证券市场，成为他连环整合的下一环节。

为一个康达尔的包装，吕梁如果仅仅是操纵单个股票价格获利是没有必要动用那么多的市场资源的，用他的话说坐庄的两年中，联络的机构有 400 多家，其中包括 60 多家大券商和机构投资者，那么吕梁为什么要这么做呢？

实话实说，吕梁最初是被朱焕良拖下水的，他自己也没有想到康达尔的内部会烂得不可收拾，靠“养鸡场”的概念编织再美妙的谎言都引不起市场的兴趣，于是吕梁决定自己动手对康达尔的实质性重组下刀子，开始为康达尔量身定做“高科技 + 金融”的光环。中科创业和中西药业对应的是高科技，而鲁银投资对应的则是金融概念，吕梁认为自己的所作所为是一种战略投资，是一种崭新的市场操作，一种有实业和业绩支撑的坐庄的行为，简而言之，是一种长期行为。

吕梁的出身和经历决定了他的策划和炒作能力，决定了他的政治敏感和广阔的视界。他深知“选股不如选势，选势不如选时”的重要性，他写《做多中国》一书就是在营造一种市场的气氛，他化名 K 先生在《证券市场周刊》上和记者的对话，与其说在欺世盗名不如说他在政治投机，而这种政治投机反过来又为他的身份和神秘提供了又一层光环。所谓的投资理念迎合了政策需求的时候，吕梁也就完成了自己点石成金的大师塑造。

大师在股价的推高和维持上面也颇具创新，业内人士指出，吕梁把老鼠会的做法引入到了坐庄之中。一方面自己和朱焕良联合锁仓，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另一方面不断融资阶段性推高股价，而推高依据就是他的长期理念和不断倒腾的重组前景。理论上讲，吕梁的设计是完全有可能成功的、当然成功的前提就是一方面重组达到预期的目的，另一方面长期锁仓的合作者不能“见利忘义”。这也是事后吕梁根本不认为问题出在自己身上，而是被“小人”和“小人眼中的小利”所害的原因，他所警醒的仅仅是资金链断裂之后事态过于严重，他必须澄清责任，而并非承担罪责。

从2000年12月底中科系全面雪崩到2001年1月10日中国证监会宣布彻底查处中科创业案只不过半个月的时间，管理层的反应可以算快，而吕梁清楚地表达了他的庄家身份，同时还表示正在抓紧整理东西赶写有关的内幕材料。《水皮杂谈》栏目在此期间发表《吕梁为什么跳出来》一文，直接了当地指出，吕梁现在谋求的是“双规”和“入狱”，因为这样就有了司法保护，否则随时都有可能被债主“做掉”，但是事态的发展却非常奇特，2月3日吕梁拘查，2月9日却在监视居住的情况下“失踪”了。

吕梁为什么要逃跑呢？

令人百思不得其解。

亿安科技的罗成要逃跑是因为他已经赚了4.9亿的钞票，吕梁的逃跑难道是为了躲避那几十亿随着股价暴跌而化作流水的融资？

罗成案和吕梁案都是在2001年1月被证监会查处的，前后不过相隔一天。在这之后的1月15日，当时的中国证监会主席周小川在2001年全国证券期货监管会上指出，中国证监会将对庄家操纵股市问题集中查办，在此之后的5月，中国证监会在全国范围的几大稽查局才成立，公安部证券犯罪侦察处升格为局并进驻证监会与稽查局联合办公。

有时候，水皮也在琢磨“吕梁另案处理”是否还有另外的潜台词。中科创业案的主犯应该是吕梁，吕梁现在“失踪”，中科创业案能审结吗？

不能审结的话，为什么吕梁却又要“另案处理”？

吕梁和中科创业案的确有很多似是而非的地方不是法律能判决的，比如对战略投资的理解。中国有句老话叫做“成者王侯，败者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

寇”。如果吕梁的合伙人朱焕良没有背叛他，如果吕梁的团队中没有那么多老鼠仓，如果吕梁的资金链没有发生断裂，如果若干年后“养鸡场”真的变成了“高科技＋金融＋药业”的绩优股，我们又该如何评价吕梁的“理念”和操作呢？

这种并不存在的悬念恐怕也只能“另案处理”。

2. 以其之矛攻其之盾

矛和盾在古代是两种武器，矛即长矛，用于进攻；盾即盾牌，用于防御。有人在市场上出卖矛和盾，推销矛的时候就说其矛锐不可挡，推销盾的时候就说其盾坚不可摧，市场人士就问，以其之矛攻其之盾如何？

这就是矛盾的典故。

中科创业股票操纵案开庭以来猛出报料，有关庄家吕梁的去向始终成为舆论关注的焦点，因为不管怎么说，操纵54亿巨款的主角缺席本身就充满了悬念和矛盾。

比如，开庭的时候，法庭称吕梁下落不明将另案处理，但在庭审的时候公诉人无意之中就泄露了吕梁被捕或曾经被捕的秘密；而当三个涉案相关人丁福根、董沛霖、庞博不承认自己存在操纵股价的主观故意时，吕梁曾经被拘并作的口供居然公布于众成为控方的证据。那么吕梁现在究竟在哪里呢？根据控方的陈词，吕梁曾在其家中被警方拘捕，时间是2001年2月3日，这个时间距中国证监会公告查处中科创业案的2001年1月11日整整有22天，但是在2月9日被监视居住期间出逃了。

吕梁为什么要逃，而且是在已经得到警方拘捕和监视居住的“保护”之后呢？

吕梁是中国股市上第一个自己跳出来的庄家，相信像中科创业这样涉及面如此之广的操纵案没有主谋的配合和交代，任何人都不可能从中理出什么头绪，摆在庭审现场的500份卷宗就最能说明问题，而吕梁之所以自我“爆炸”、挺身而出，除了他可能的良心发现之外，更多的是一种自我保护措施，因为他明白即使他的犯罪成立，那么依

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例也就是判个5年的徒刑，牢里的日子虽然清苦，但是安全还是有保证的，总要比呆在外面被债主不明不白“做掉”的强，也就是说吕梁跳出来完全是一种本能的反应。

他何苦要逃呢？

这就是一种矛盾。

《财经》杂志的主编胡舒立在开庭前写下了《吕梁在哪里》一文，其中有段话给水皮印象至深，胡的意思是中国证券市场上有很多案例处理起来很不透明，而在中科创业案中达到了极致。胡舒立是在吕梁跳出来之后见过吕本人并作过专访的少数记者之一，胡舒立文在暗示什么呢？

我们一直说证券市场最要紧的就是一个原则：“三公”，公开、公平、公正，但在现实中做起来很难，已经公开审理的案件尚且如此藏头去尾，更不用说大量违规的查处了，君不见有几个上市公司在证监会工作组进驻当天就公告信息的？

这又是一种矛盾。

当然，有矛盾总比没矛盾强。唯物辩证法告诉我们，矛盾是事物发展的动力，而发展才是硬道理！

比中科创业案早一天宣布查处的亿安科技案不是至今依然没有提起公诉吗？

3. 庄股时代的结束

2002年6月11日，被业内人士称为中国证券史上的头号大案——中科创业股价操纵案在北京第二中级法院开庭公审，也许仅仅是巧合，一年零5个月前的这一天，也就是2001年1月11日，中国证监会公布正在查处亿安科技案的第二天宣布彻底追查中科创业案。有媒体和水皮探讨中科创业案对市场的影响，就已公布的数据看，中科创业涉案金额达到54亿，涉及的股票有莱钢股份、岁宝热电和鲁银投资和中西药业，要说没有影响是假的，但是要说影响很大，在盘面上都没什么反应。

为什么会是这样呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根本的原因在于时间。有人说时间是治愈创伤的最好良药，而资本市场又有好了伤疤忘了痛的本性，所以时过境迁，康达尔又出现在股市排行上，中科创业已经蒸发。

更令人哭笑不得的是，自己跳出来的庄家吕梁和被吕梁揭发出来的朱焕良至今下落不明，公安机关只得另案处理，中科创业案中缺了主角，即使开庭又能审出什么惊天奇闻来吗？

但是所有这些并不能抹杀中科创业案的历史意义。

中科创业案最大的历史意义在于无形之中宣告了中国股市庄股时代的结束。

如果翻阅报纸，你就会发现，在 2000 年底和 2001 年初所发生的一系列重大事件或多或少和中科创业有关：

2000 年 12 月 25 日，深圳市场上 0048 也就是中科创业一开盘就被 6000 万股的抛盘压死在跌停板上，并就此展开 6 个连续跌停引起媒体强烈关注，与以往单个股票的行为不同，中科创业影响到了所有中科系的股票，市场出现了雪崩的恐慌；

2001 年 1 月 5 日的《中华工商时报》和《财经时报》几乎同时刊登了一份据称原始材料来自于吕梁本人的亲笔报道，揭露中科系雪崩内幕，有史以来第一次公布了庄家的踪迹；

2001 年 2 月，《财经》杂志以“庄家吕梁”为题刊登追踪报道，就是从那一刻起，司法介入的呼声开始喷发，因为在吕梁跳出来而有关部门束手无策的尴尬面前，人们终于意识到那个似乎无所不能的掌握着中国股市命运的证监会在恶势力面前的权力是多么的渺小，这直接导致了有公安部参与的证券犯罪稽查局的成立；

2001 年 1 月 15 日，周小川在 2001 年全国证券期货监管会上指出，中国证监会要对庄家操纵股市等问题进行集中查办并提出在 8 个方面加强监管，这是管理层首次引用了庄家的表述；

2001 年 2 月 5 日，证监会宣布将对 28 家违规机构进行查处；

2001 年 2 月 11 日，阴历春节后的第一个星期天，北京的五大经济学者联袂举行新闻发布会对吴敬琏先生进行质疑，就此展开了轰轰烈烈的中国股市大讨论，其中有关赌场论的不同看法直指中国股市的软肋。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实上，也就是中科创业案暴露后不久，沪深股市见顶回落并演变成了巨幅调整，中科创业是挤泡沫的成果呢，还是它的暴露直接导致了挤泡沫运动？因果关系很难确定。

不管怎么说，中科创业案是第一个被提起公诉的股价操纵案，触犯的是刑律；庄家吕梁是第一个自我爆炸的庄家，虽然下落不明但相信已是丧家之犬；这对所有人都是一种警示！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谁让你永远不必等

1. 谁为亿安科技埋单

4.49 亿 + 4.49 亿 = 8.98 亿

题目简单得不能再简单，数额倒也没有高到令人发晕的程度，证监会查处亿安科技股票操纵案的结果是为中央财政预交了一张高额支票，这个数额约相当于刚刚核准在二级市场上发行 2500 万流通股的用友圈走的资金，而之所以说是预交，那是因为水皮认为吐出非法所得是有保证的，但是 4.49 亿罚款的现金就不是那么好找的了。

很多人在这个时候就会想起那个不知名的深圳老太太。一年前，亿安科技在一片欢呼声中越过百元大关，开创沪深股市新世纪的时候，神秘老太 200 股原始深锦兴挣了 200 万的暴富神话就像夜来香一样撩拨着无数股民的神经。一年后的今天，亿安科技从 126 元的历史高位飞流直下直扑 26 元的平台，已经没人关心远在深圳的老太太了，她的股票是抛了，还是捂着呢？如果抛了，水皮为她庆幸，也算没有空喜欢一场；如果捂着，水皮婉惜但绝不可惜，本来这就是无常的事情，闹剧而已。

不过，在二级市场上追涨杀跌的其他投资人就未必都能像深圳老太那样一笑了之了，如果你是在 126 元买进的话，现在哭都没地方去哭！

怪谁呢？不能光怪你贪心！

因为事实上，当亿安科技在上冲至 70 元的关头，我们听到了管理层有人如此公开叫好，认为亿安科技的活跃是为沉闷的沪深股市带来了刺激。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为事实上，当亿安科技上冲百元的时候，众多的媒体为此欢呼雀跃。

更因为事实上，当亿安科技冲过百元的时候，亿安科技的老总们亲自跑到北京和记者们见面，亿安科技在他们的描述中集众多高科技之宠爱，又是电动汽车又是纳米技术，百元在他们的心目中更多的会化作经营的动力而不是阻力，不争气的仅仅是想找清华博士撑门面结果招致清华教授的辟谣。

但是，所有这一切的主角都没有出现在证监会查处的黑名单中，更没听说会有人为此承担法律责任。

全部的热点，惟一的收获就是画在纸上的 8.98 亿元。

特别值得指出的是，广东四家违规公司的 4.49 亿元非法所得截止日期是今年的 2 月 5 日，而从证监会查证的事实来看，这四家公司虽然从 1998 年 10 月 5 日起就集中资金违规操作并在 2000 年 1 月 12 日持股达到最高峰值的 3001 万股，但是抛出的持续恰好就在亿安科技创出百元新高引起方方面面强烈关注的时期。负有市场监管之职的部门为什么不在连散户能看出不正常的情况下果断暂停亿安科技交易截断违法所得变现途径呢？否则，广东的违规公司绝不至于轻易将仓位从 3000 万减至 77 万股，变现 4 .49 亿元！在此期间，不明真相，误上贼船的股民利益谁来保障？这种沾满了千百万股民血肉的脏钱纯属不义之财，国库不要也罢！

为亿安科技案埋单的偏偏是亿安科技的受害者。

水皮心头一阵酸楚。

2. 赵笑云上哪里去了

最近圈子里的朋友见面常会不约而同提到一个人，这个人的名字叫赵笑云，提起赵笑云又总会联想到东方趋势，而联想到东方趋势，大家就发现在传媒上曾经活跃异常的这位股评家那家咨询机构已经像星球怪客一样神秘地消失了。

赵笑云上哪去了，估计关心的人不多，东方趋势怎么样了，估计关心的人也不多，但是赵笑云的股评至今还有人惦记着，特别是那些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

老实巴交听了这位股评家的分析而买套了的股民，比赵笑云名头更响的“业内专业人士”杨怀定杨百万来北京作报告时也惦记着这位知名人士，杨百万想问赵笑云，去年赵笑云推荐大家买青山纸业，号召大家咬定青山不放松，现如今听了赵老师被青山磕得满地上找牙的朋友能不能找他赔牙？

说老话，用少年英雄来形容赵笑云并不过分，否则一个二十啷当的小伙子不会因为抢了炒股擂台霸主的位子而声誉鹊起，也不会因为做股评而在投资者中有如此的知名度，但是有人在不知什么时候开始发现了一个现象，赵笑云金指所及的股票第二天必是上涨，而且涨势喜人，令人不得不服，但是接下来的往往就是漫漫的熊途，钝刀子一点一点把冲动的喜悦拉成割肉的血淋。于是便有人为这种现象找原因，答案并没有标准，因为最通俗的解释就是，赵笑云能看出的趋势也是广大股民同志们能看出的趋势，大家都能看出的趋势，注定是赔钱的趋势；赵笑云看不出的趋势也就是大家都看不出的趋势，大家都看不出的趋势，赵笑云凭什么能未卜先知，他又不是神汉。

其实，股评家的诚信遭到质疑并非像中国这样的不成熟市场仅有，就是在相当一批人眼中和完美接近的美国也是如此。最新的报道说，华尔街的美林正在接受令人难堪的调查，因为纽约州的检察长发现的电子邮件表明，美林的分析师把其向客户推荐的股票贬为“垃圾股”，这一调查使股票分析师的声誉遭到严重损害，美国的证券交易委员会一致批准了严厉的新规定，根据新规定，分析师何时与如何发表股票言论都将受到限制，其个人投资行为也将受到限制，比如，在作出评估报告的前 30 天和之后的 5 天内，不得买卖该公司的股票。

若干年前的某一天，水皮正在听广播中的股评，有位观众打进一个现场电话，就提了一个要求，让分析师先说明自己是空仓还是满仓，结果是空中出现了戏剧性的冷场，一分钟后，水皮想到马健那篇著名的短篇：

伸出你的舌苔或空空荡荡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 卫星上天为什么“红旗落地”

经历过“文革”的中国人都知道“卫星上天，红旗落地”这句话，现在这句话已经被中国的股民改成“卫星上天，股价跌停”。

2003年的10月15日，是每一个中国人都倍感自豪的日子，这一天“神舟5号”载人飞船成功升空；2003年10月16日，是每一个中国人都倍感鼓舞的日子，这一天的凌晨，中国第一位太空人杨利伟自行走出太空舱，中国成为世界上继美、俄之后第三个太空俱乐部的成员。但是同样是在10月15日，在上交所挂牌交易的上市公司中国卫星的股价却一路狂奔直扑跌停而去，10月16日依然如故，完美演绎了“卫星上天，红旗落地”的股市版。

为什么会出现这种情况呢?

原因之一是利好为出尽成利空。股市是一个炒预期、炒朦胧的投资场所。股市害怕不确定，也害怕超稳定。股市要求信息公开是因为任何信息从传播学的原理上讲在传递过程中都会有耗损，不同的人群在传递过程中接触的完整程度不同就决定了信息的价值，任何信息一旦兑现便会失去使用价值，对于上市公司来讲是这样，对于像载人飞船升空这样的重大科技突破也是这样。如果打开中国卫星的K线图我们就会发现，中国卫星在前期有过一次除权，在大盘跌破1500和1400点的情势下，中国卫星由于有载人升空这样的朦胧行业背景，股价一路扬升已然填权，题材兑现之时主力不出货，什么时候出货?

原因之二是胳膊扭不过大腿。受载人飞船即将升空的刺激，同时也受航天信息每股1元多的业绩的刺激，包括中国卫星、航天信息在内的股市航天板块2003年下半年来一直逆势逞强，整体升幅在10%以上，中国卫星31个交易日的升幅已达41%，目前在跌停之后复权还有20多元，航天科技的复权价在28.75元，火箭股份为32.75元，整体处在高处不胜寒的境地，而且由于业绩平均只不过每股0.27元多一点，平均股价却高达12.60元，因此市盈率平均在46倍以上，远远高于大盘平均35倍的市盈率。在大盘没能扭转低迷的现实面前，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指望航天板块一枝独秀支撑危局是不可能长久的事情。飞船的成功着落客观上成了航天板块补跌的充分理由，不能排除其成为大盘硬着陆的契机。

不管是出于什么理由，虽然航天板块在股价上呈现的是“见光死”的特征，但是由于中国成功发射载人飞船而来的经济效益和良好的产业前景却是不能忽略的。一方面，我们能够发射载人飞船说明中国的科技实力和创新能力具有领先世界的可能，高科技的产业化和市场化将不再是炒作中的概念。事实上，在最近举行的深圳“高交会”上，来自中国航天科技集团推出的民品生产能力已经达到 200 亿的产值，由航天技术研发而产生的大量延伸产品都极具市场开发价值，比如太阳能的利用。此外，相关的电子、计算机、生物工程都有协调发展的空间。另一方面，我们能够在这个时候发射载人飞船说明中国的经济实力已经强大到在太空可以和世界一流强国并肩竞争的程度，而中国经济目前持续强劲的增长态势又为我们继续投入的航天为先导的高科技产业开发提供了资金保证。

根据专家们的测算，航天科技的投资带动效应非常明显，通常在 1:8 ~ 1:14 之间，也就是在航天领域每投资 1 块钱大致能带动相关行业至少 8 块钱的投资。事实上仅在此次升空的“神舟 5 号”身上就集中了大约 3000 余家企业的产品。在上市公司中，与航天有关的企业有 9 家，总股本也达到 23 亿股左右，而为“神舟 5 号”提供特种用油的长城润滑油公司就是中石化的子公司。航天产业在全球也是一个朝阳行业。当年美国人实施阿波罗登月计划时，投资者纷纷买入航天概念的股票形成历史上有名的航天泡沫，现在泡沫虽然退去了，但是航天市场的产值在美国已经达到 650 亿美元，英国有 40 亿美元，法国大约有 200 亿欧元，俄罗斯有 9 亿美元，全球的总数大约在 1050 亿美元，未来 10 年中这个数字有可能扩张到 6500 亿 ~ 8000 亿美元左右，就在这个时候中国人加盟太空俱乐部，中国航天市场能切多大的蛋糕，利润又有多厚，相信投资者应该有数。

“见光死”的股票未必都是真死，至少对于航天股来讲是如此，不信大家可以走着瞧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 啤酒花：并非担保惹的祸

啤酒花董事长艾克拉木“人间蒸发”，活不见人，死不见尸；啤酒花的股价表演高台跳水，从 16.50 元左右的高价直扑 4 元整数关，连续 14 个跌停，一步踏进 ST 行列，让见多不怪的中国股民感慨万千。

什么叫“山外青山楼外楼”？

啤酒花的表演就是。

艾克拉木为什么失踪并不重要，艾克拉木是畏罪潜逃还是被杀人灭口也并不重要，重要的是艾克拉木的失踪何以造成啤酒花如此的狂泻并由此引起新疆上市公司的全面恐慌。

答案现在并不确定

可以确定的是艾克拉木的失踪时间和新疆维吾尔自治区高层有人被“双规”相吻合，可以确定的还有啤酒花对外多达 18 亿的银行担保至少有 10 个亿没有对外公告过，还可以确定的是不少新疆上市公司卷入啤酒花的担保链，可以确定的还有啤酒花的大量担保保的是同样由艾克拉木当董事长的投资公司，担保的资金大量被用于操纵啤酒花的股价。

所有能够确定的说法没有任何新意，因为就在不久前媒体还在爆炒原诚成文化董事长刘波的失踪。刘波的失踪同样和他为上市公司埋下大量非法担保地雷有关，与艾克拉木不同的是刘波在地雷爆炸之前成功地金蝉脱壳，把上市公司卖给了湖南出版社，后者又把上市公司卖给了急于买壳的奥园发展。宏智科技的公告就更有意思，前任董事长不仅私自动用募集资金 9000 万为其弟的公司担保，而且就在卸任之前居然通知银行提前为那家公司履行担保付款业务，从公司账上成功划走 7000 万募集资金。

啤酒花还能玩出什么新花样呢？

上市公司的互保其实并不是什么新闻。证监会不久前和国资委一起出台有关上市公司不准为大股东担保的规定，证监会今年以来也组

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

织过专项检查，7月份也曾经有过担保检查的谣传。在沪深股市中一直存在的两个最大的上市公司互保圈：一个是在上海的本地股中间，一个是在福建的上市公司之间。政策规定，上市公司可以替子公司作担保，但是不能为关联企业作担保，政策规定实际上是想起到防止上市公司的大股东借担保而掏空上市公司的目的，上市公司自己的贷款怎么解决？解决的办法就是上市公司之间成立“互助组”，我帮你担保，你帮我担保，这样的担保多了就难免会出问题，如果碰到像啤酒花这样的恶意骗贷就会拖累担保公司，一损俱损，而担保圈的地方特色又决定了对地方经济的破坏力，这是任何地方政府都不敢轻视的。

啤酒花在新疆并不是一个垃圾企业，相反，在很多银行眼中，啤酒花还是一个大家争夺的优秀客户，不然农业银行不会给出7000万的授信，中国银行给出1.2亿的授信，工商银行更是给出5个亿的授信额度，因为毕竟啤酒花的资产多达5个亿的人民币，虽然担保的数量超过了自身资产的3倍，负债率为74%，已经有1.4亿的贷款没有能力偿付，但这并不意味18亿的担保肯定会变成债务或者打水漂了。

问题在于，其实啤酒花并不是一个绩优股。啤酒花2002年的业绩是0.131元，按照市盈率20倍计算，股价也不过就值2.62元，可是却被人为地炒到了19元左右的高价；问题还在于银行过于依赖这样的“优秀客户”，授信失控的背后实际上是银行业间的恶性竞争，而啤酒花一旦出事又全面紧缩停贷造成人为的恐慌。

当然，啤酒花最不确定的是艾克拉木的“个人行为”究竟算是一种怎样的行为，是违规还是犯罪，如果是犯罪，是经济罪还是其他的更令人恐怖的罪。不管怎么说，啤酒花是啤酒花，艾克拉木是艾克拉木，艾克拉木不在了，艾克拉木的时代就结束了，啤酒花还在，啤酒花的股东还在，啤酒花的股民还在。

太阳每天都是新的，啤酒花也一样会有一个新的明天。

5. 有些人你永远不必等

问：把一个股票封死在跌停板上最少需要多大的压盘？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

答：最少只需要 6500 股。

2003 年 10 月 27 日，烽火通信跌停，压在跌停板的股票只有 6500 股，同日跌停的股票多达 8 只，除个别股票压盘超过 200 万股之外，大多数跌停的股票压盘只有几万股。

这还不是最可怕的，最可怕的是当日的上证指数盘中最低不过跌至 1361 点，收盘才跌去 12 点，但是却出现了大量股票跌幅巨大的情景。除了跌停以外，跌幅在 9%～7%之间的股票占了整整一屏，绝大多数股票跌幅超过 3%，这种情景在此后的交易日中一直在延续。投资者终于惊恐地发现，即使在大盘大涨的日子，跌停板上依然有股票报到，如果大盘滞涨，那么杀跌的股票就会争先恐后无量暴跌。

10 月 27 日是一个值得记住的日子。

如果说，股市有冰火两重天的话，那么大量的股票就是从那一天开始噩梦的；

如果说，股市有强者恒强的特征的话，那么新一轮的股价结构调整就是在这一天吹响了号角。

10 月 27 日，上证指数是 1369 点，深证指数是 3174 点，11 月 6 日，上证指数是 1356 点，深证指数是 3271 点；10 月 27 日，烽火通信的开盘价是 10.30 元，收盘价是 9.36 元。11 月 6 日，烽火通信的价格只有 7.96 元，如果考虑到烽火通信 10 月 23 日的价格还在 11.07 元，那么在沪深股市涨跌互现且波动不大的情况下，烽火通信已经跌去 30%，烽火通信会跌到哪里去，水皮不敢想；更不敢想沪深股市 1200 多种股票中会有多少股票和烽火通信一样踏上不归路。我们都明白，齐涨齐跌不正常，我们也都明白即使像纽约股市上涨的也永远只有 20%不到的大蓝筹，我们更知道股价的距离会越拉越大，早晚会出现 1 元钱以下的股票，我们只是还没有在心理上准备好，自己手中的股票会变成那 80%充作分母可能永远都不会涨只会跌的品种。

注意到这种趋势的不止是水皮一个人。

不少人开始在媒体发表观点，提醒大家价值投资加快股价分化，大陆股市正在演化香港股市几毛钱的“仙股”化剧情。

据统计，截至 11 月 7 日，沪深两市股价在 5 元以下的股票已达 415 家，约占两市股票总数的 31%；低于 3.50 元的股票达到 41 只，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表明低价股重心有加速下移的趋势。在低于 3.50 元的 41 只中有 33 只 ST 股票，占 80.49%；而带“*”号的退市风险警示的股票有 13 只；低于 3 元的 12 只股票则全部为 ST。从业绩状况来看，41 只股票中有 13 只每股收益为负值，而净资产为负值的有 11 只。

由于随着监管力度的不断加大，通过突击重组或者财务包装扭亏难度越来越大，可以确定的是资不抵债的 ST 或星号 ST 将会越来越多，退市也会成为最终的归宿。因此，低价绩差遭市场抛售就是一种必然，低价不仅不意味着低风险，反而意味高风险，他们的命运就是大盘小跌，他们大跌，大盘恐慌，他们暴跌，最终跌破面值，成为“仙股”。

香港歌手陈淑桦有首歌叫“梦醒时分”，歌词是这样的：你说你爱了不该爱的人／你的心中满是伤痕／你说你犯了不该犯的错／心中满是悔恨／你说你尝尽了生活的苦／找不到可以相信的人／你说你感到万分沮丧／甚至开始怀疑人生／早知道伤心总是难免的／你又何苦一往情深／因为爱情总是难舍难分／何必在意那一点点温存／要知道伤心总是难免的／在每一个梦醒时分／有些事情你现在不必问／有些人你永远不必等。

水皮不能确定 2004 年中国股市有没有大行情，但是水皮肯定 2004 年惊呼“梦醒”的投资者会越来越多，因为即使在发生了大牛市的 1996～1997 年，上海本地的小盘股也成了“死亡板块”，生活中有些人你永远不必等，股市中有些股票你也永远不能等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国股市生物链之三：

机 构

机构是机构投资者的简称，是管理层超常规培育的市场主力，机构投资者的别称就是基金。

中国股市有许多食洋不化似是而非的“拿来主义”，美其名曰则是“国际化”，机构是市场稳定的力量就是其中的谬论之一。事实证明，被超常规培育的机构投资者在现实管理层的关爱之下扮演的永远是“坏小子”的角色。涨时助涨，跌时助跌，市场的顶部是他们用钞票打出来的，市场的底部是他们用股票砸出来的。

从封闭式基金到开放式基金，从LOF到ETF，从社保基金到企业年金，从保险公司到银行，基金的来源越来越多，基金的管理也越来越杂。3000亿的规模已经占到流通市值的三分之一强，但是中国股市的投机活跃度却一降再降。

机构是自然界的恐龙，庞大、笨重，绝大多数只是食草动物。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金黑幕谁在导演

1. 洪磊履新是个象征

被基金业视为“叛徒”的洪磊终于在红七月到来之前正式踏进了中国证监会的门槛，虽然出任的仅仅是中国证监会基金部副主任的角色，按行政级别不过副局级，但毕竟是个象征。

什么象征呢?

中国证券市场转型的象征。这种转型既包括市场投资者的定位，也包括市场监管者的定位，更包括市场本身和监管关系的定位。

具体地说，作为“基金黑幕”始作俑者的洪磊，实际上他的行动捅开了一层窗户纸，而正是这层窗户纸使基金与监管部门，基金违规违法的操作蒙上了一种模糊的色彩，使得本身应该透明的市场操作变成一潭浑水，于是没有了是非，没有了黑白，没有了对错，没有了守法和违法，反而出现了那个问题最大的博时基金带领其他基金集体倒打一耙，出现了令人啼笑皆非的婴儿论，出现了监管部门至今都未能公开最终处理决定的情况。

在这之前很少会有投资者发问，基金算什么?按照有关部门的解释，基金尤其是公募基金应该算是其培育的机构投资者，再继续问一句，机构投资者在工商登记上又算什么性质呢?国有、集体、私有，还是股份制，换句话说，基金听谁的话，惟谁是从?

没有准确的，或者真实的答案。心也未必轻松得起来，更不用说能烧几把火了。

有些话题是我们无法预测而又不得不关注的，比如基金公司能不能接纳洪磊，洪磊还能不能坚持当初的理念，市场监管是就此进入新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

阶段还是仅仅表面上点了个句号，凡此种种。

毕竟，象征也就是个象征。

2. 第三个重点是基金

基金现在已经成了不得不说的故事。

不得不说的故事之一是“6·24”行情之谜。

在漫长的3个月等待中，越来越多的人对6月24日的政策行情开始看不懂，来自各种角落的推测和判断为“6·24”的巨量勾画出一幅令人心寒的画面，一方面是券商们说好了大家一起走，另一方面则是他们旗下或发起的基金约好了一起加仓，跳水的股价和基金的仓位是最好的说明。也就是说“6·24”行情至少在操作层面被人演化成了一次券商的逃命行情，而接棒的恰恰是摆脱不了关联交易的基金。

不得不说的故事之二是越来越多的基金正面临着发不出去的窘境。尽管从华安基金开始发行至今不过一年，但是华安开放式基金所遭到的超额认购就再也没能降落此后发行的基金。最新的数据表明，融通新蓝筹仅筹资23亿元，创下基金发行新低，而老基金融鑫扩募仅发出一个零头5%，95%由承销商包销。

不得不说的故事之三就是差强人意的业绩。早就有研究表明，握有政策面、资金面、人才面天时地利人和三大优势的基金业绩如果刨去认购新股的偏食所带来的利润，平均成绩低于散户水准和大盘标准收益，有行情时候追涨杀跌，没行情时候无所作为，就是基金公司本身也对基金经理看不入眼，以至基金经理的平均任期不过一年。投资者调查表明，大众对开放式基金没有热情，对现状满意的只有1/4，有投资意向的只有1/5。这些不得不说的故事，导致市场出现两种情况，一种是新基金上市即跌破面值，幅度最深的当日竟达5%以上，一买就套，新基金如何面对赎回的压力？另外一种就是必然出现的恶性竞争。证监会日前为此专文规范证券投资基金销售活动，明确“五不准”：不准向任何个人或机构以强制、抽奖等不正当方式销售基金；不得作虚假陈述和欺骗性宣传，误导投资者买卖基金；不得拒付投资人的合法认购、申购或者赎回申请；不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得以排挤竞争对手为目的，恶意压低基金的服务收费；不得以任何形式向投资人保证获利或者承诺最低收益。“五不准”的前提就是已经有了这“五大现象”。

不得不说的故事反映到行情上就是欲上不能，欲下不忍。欲上没有增量资金倒仓，谁去接老基金手上的货？券商兑现的资金根本不可能再次入市，因为要还委托理财款；欲下，代价又实在太大，巨额账面亏损如何在年报上交代？如此一来，市场可以牛皮，基金则是火烧眉头，历史遗留问题就会集中爆发，击鼓传花的游戏就进行不下去。

北京电视台《证券无限周刊》问水皮今后的监管重点会是谁？水皮的回答是基金。从历史的经验看，2001 年是上市公司的爆炸年，银广夏、东方电子、蓝田股份、中科创业、亿安科技就是成果；2002 年是券商的清算年，南方证券、中经开、鞍山证券、大连证券、浙江证券“二死三伤”；2003 年，根据工作重心转移的惯例，轮也轮到基金了。

这并不是水皮自己的判断，朱□基总理在 2001 年初答记者问中就是这么回答的，“从今年开始，中国证券市场的任务，或者说中国证监会的任务，就是要加强监管，通过法制规范的办法，来实行公正、公平、公开。当然，它的监管重点是上市公司、证券公司和投资基金”。

就算是提醒吧！

3. 基金黑幕为什么没完没了（上）

基金黑幕现在在中国股市已经成为一个专用名词，但是在当时这却是一个有争议的名词，争议的关键在于，基金有没有黑幕？

基金有没有黑幕呢？

2000 年初的《财经》杂志以“基金黑幕”为封面报道了上海证交所研究人员的一份调研报告，用专业的术语讲是对当时基金公司操作行为的描述，这些行为涉及诸如对敲、倒仓、分仓等庄家行为。《财经》杂志的报道一石激起千层浪，以博时为首的十大基金公司发表声

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明表示坚决不能接受对基金行业的全盘否定，管理层更是有人把基金比作出生3岁的小孩，拉屎撒尿不是什么了不起的事件。水皮当时对此有过评论，认为“基金黑幕”的争论最可能的是第三种结局，即不了了之。

为什么会不了了之？

因为基金的操作行为是一种机构行为，一种集中持仓的行为，这种行为的确和庄家行为很难分辨。作为拥有大资金的机构而言，持仓无非两种选择，一种是分散持仓，什么股票都买一点，搞所谓的组合投资，把鸡蛋放到很多篮子里，现在有的基金公司根据成分股的组成推出基金配置，所谓180指数或者上证50指数基金就是这样的品种；一种是集中持仓，利用机构的调研队伍，在1000家上市公司中选择投资品种，或偏重成长或偏重稳健，不管什么说法，就是把鸡蛋放到一个或几个篮子里，2003年盛极一时的所谓蓝筹股行情就是这种指导思想的结果。在实际操作中，机构投资者发现分散持仓在股市系统风险面前实际没有分散风险的意义，这种随机行为和散户投资行为没什么区别，而集中持仓则多少能够控制个股风险从而降低投资的风险，但是这种持仓方式和庄家操纵股价有没有区别，有多大区别，区别在哪里却很难分清楚，也正因此，基金业内人士对“基金黑幕”的指责感到不可接受。尽管事实证明，博时基金的管理层的的确确就是在违规操作，的的确确没有受到冤枉，但是，口服心不服，不但不服，而且还在寻找翻案的机会，事实上蓝筹股行情就是集中持股卷土重来的产物。

现在，没有人再把集中持股当作基金黑幕来揭露了，但是围绕基金的丑闻却没有结束。

2004年6月中旬，中国证监会发出一份紧急通知，要求规范基金申购新股的行为。在这份名为《关于严格执行基金参与新股发行申购等有关投资规定的紧急通知》中，证监会要求基金管理公司必须严格遵照中国证监会《关于证券投资基金参与股票发行有关问题的通知》的规定，严格依法参与新股申购，同时要求各基金管理公司自查。差不多就在同时，巨田基金管理有限公司发布公告，就巨田基础行业基金在新股市值配售时存在异常申购情况而产生的负面影响，向广大投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者和社会公众表示道歉，并保证今后进一步加强投资管理和风险监控，杜绝类似的问题再度发生。

巨田基金在新股市值配售中弄虚作假，导致中签率异乎寻常已成一道市场风景，就是在中小企业板那么小的盘子中也能频频出现巨田的身影。巨田这么做基本没有风险，既没有像济南钢铁那样的套牢风险，也没有被查处不当得利而人财两空，巨田的道歉，与其说是姿态，不如说是表演，得了便宜还卖乖的一种表演。而明眼人更是直指，巨田的作为没有其他方面的配合是不可能的，但是至今我们未见有其他人为此而承担责任。

这只能归咎于基金拥有违规申购的“传统”。早在2001年初青啤增发时，基金泰和就利用信用申购一举认购到3300万新股，占青啤流通盘的16.5%，泰和的净资产当时只有26亿，照青啤的认购计算，泰和为此账面需动用78.7亿，而实际上泰和只交了100万保证金就一切OK了。2001年底，深高速申购中，一共有47家基金参与网下申购，总计申报量达到288亿股，折合资金逾1056亿元，而深高速不过增发1.65亿股，当时这些基金净值不过780亿元，根据规定只能申报21亿股，47家基金中只有8家守规矩，其他全部违规。当时的证监会基金监管部主任张景华为此向基金公司发出了一封悲愤难抑的“10鸣呼书”，在信中写到，“我现在的心情难以言表。在我国加入WTO，即将开始审核设立合资基金管理公司之时，诸多号称表现还可以的所谓的大公司、好公司卷入其中，我们如何向上级交代，如何向同业交代，如何向社会交代？”

现在看来，张景华的悲愤更多的也就是一种个人情感，作用是有限的。

所有这些，和利益输送相比，最多恐怕也只能算是不白的灰幕，真正的黑幕并没有被完全揭开。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金黑幕为什么没完没了（下）

2001年9月11日，美国纽约世贸大楼在两架飞机的前后撞击下轰然倒下，“9·11”成为全世界的反恐代名词；当日在大洋此岸，中国第一家开放式基金华安创新基金粉墨登场，如果算上前一天公布获准成立的南方稳健成长基金，华安和南方一北一南两家基金同时拉开了开放式基金的新黑幕。

什么新基金黑幕？利益输送的黑幕。

与传统的封闭式基金相比，开放式基金最好的特点在于基金规模是开放性动态的，基金的份额每天都可能发生变化，既可能净申购，也可能纯回赎。正因为这样，封闭式基金旱涝保收不管赔盈都照提管理费的做法在开放式基金面前马上就显出了丑恶的一面。开放式基金设立伊始，就成为投资者青睐的品种。华安创新发行之时出现了首发城市万人空巷争购的情景，50岁的股民于正浩从成都跑到重庆排队认购3万份，成为“成都第一人”。开放式基金挂牌之后，人们发现了一个重大新闻，那就是开放式基金的业绩全部好于封闭式基金，特别是在同一基金管理公司管理下的基金，对比尤其明显。

为什么会这样？

正常的解释之一是开放式基金的压力大，因此，基金经理一般都调配精兵强将，基金公司内部实行倾斜政策；正常的解释之二是因为开放式基金的动态平衡，决定了其成为基金公司必须确保的形象工程，研发力量也实施倾斜；正常的解释之三是开放式基金相对而言资金规模大，相对而言没有历史遗留问题。不能正常解释的同样是这三条。之一是人力资源的配置。杜书明和杨里亚完成的“中国基金经理报告”透露，历任基金经理的平均任职时间只有18个月，任职不满1年就被更换的占总数的35.2%，设立于1999年以前的基金已全部更换了基金经理，经常更换基金经理的63只基金中，36只基金由3个以上基金经理经管过，从这份报告中可以看出，业绩好坏一样都被更换，显然个人能力强弱在公司内部不是决定因素，也许正因此，中国的基金公司对于培育品牌经理说一套做一套，心口不一，不以为然。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之二研发力量的配置。开放式基金净值下降，回赎压力就加大，要在涨时超过大盘，跌时缓于大盘，投资品种的选择当然重要，大势的判断尤其重要，基金公司的研发力量怎么样呢？从他们公布的股评看，他们已经成为市场操作的逆向指标，能看清大势的很少，因此，同样的公司，同样的研发，不可能作出导致封闭式基金和开放式基金不同操作的建议。之三是基金规模和持仓比例。与封闭式相比，开放式的规模忽大忽小，大的能到 130 亿，小的却只有 5 个亿，不管是大是小，它们在建仓上的仓促都是市场不可理解的，不管什么时间发行完毕，建仓都会成为它们的当务之急，它们建的是什么仓？又为什么不择时机？

业绩是可以做出来。封闭式基金可以高位接开放式基金的仓位，帮助开放式基金变现，后发行的开放式基金可以高位接先发行的基金的仓位，帮助老基金变现。没有人会把这当作黑幕，因为利益输送在基金业是一条潜规则。证监会基金部的副主任洪磊当年任嘉实基金的经理，因为不愿在 30 多元高位接亿安科技的仓位，不但被赶出公司而且被剥夺了执业资格，如果不是高层钦点根本不可能重返业界而且还成为基金监管的“执刑人”。“洪磊事件”发生时，开放式基金还没有面世，但是“传统”是有传承的，于今犹烈而已。

开放式基金的业绩对于基金公司而言，就好比官场中的“政绩工程”。

基金公司是管理层极力培育的机构投资者，这种培育是“超常规”的。怎么理解“超常规”这三个字呢？一种理解就是不因循守旧，不按步就班，敢于创新，敢于跳跃，外国人 100 年走完的历程，我们只用 10 年甚至 5 年，这是一种正面的理解，甚至就是这种理解，我们很容易就会联想到“萝卜快了不洗泥”的后果；另一种理解就是不按规矩方圆，不讲遵纪守法，敢于冒险，敢于违规，不但在市场操作弄虚作假，在新股配售中也胆大妄为。破坏“公平、公开、公正”的原则，不断引起公愤，不断得到袒护，最终不断扮演“坏小子”的角色。

之所以要超常规培育机构投资者，据称机构投资者比一般散户要专业，要理性，机构投资者的壮大，有助于市场的稳定。据称就是据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

称，事实证明，像基金这样的机构投资者的专业素养并不比中小散户高，理性分析更比中小散户低，他们在市场中的追涨杀跌比散户有过之而无不及，因此，机构不但不能稳定市场，关键时候往往成为市场动荡的放大器。更由于他们投资理念和行为的趋同，因此涨时助涨，跌时助跌，受管理层浓厚“父爱”情结培育起来的基金公司能承担起建立、维护这个市场的托付吗？是一种独立的投资力量吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金学费谁在交纳

1. 新基金为什么前赴后继

基金公司玩概念的手段丝毫不亚于房地产开发商的水平，越玩越花，越玩越大，以至于湘财合丰一气同时发出三个行业类别基金，带着伞型的概念就登陆了新年后的基金市场。

在湘财合丰的描述中，这三个基金分别由价值优化型成长、周期类、稳定类基金组成，均为契约型开放基金，适用一个基金契约和招募说明书，由同一基金发起人发起，同一基金管理人管理，同一基金托管人托管，三只基金间可以互相转换。据称，在产品设计中借鉴了欧美伞型基金的经验，因此，有人评论证监会批准的这三个基金同时发展，从一定程度上意味着我国证券投资基金的发展进入了一个新的阶段。

果然如此吗？

未必！

中国开放式基金的诞生就是一个概念化翻新的进程，第一个发行的是华安，号称创新型，第二个发行的是南方，号称稳健成长，第三个、第四个不是平衡指数型的就是价值发现型，总之每一个基金都有一个新概念，实在没办法了连保本和债券都充当了“创新”的替代品，不同的基金拥有不同的理念，但是具体到市场操作中的命运却是相同的：都赔钱，而且赔得都不少，不光赔钱，而且还赔得不怎么样。指数在高位时不仅重仓而且还重上加重，指数在底部时不仅轻仓而且还减仓，“6·24”建仓，“1·14”踏空，专家理财的感觉都没有老太太的手气好。大盘涨时挣的没有散户多，大盘跌时损失却比指数大，涨时助涨，跌时助跌，根本就起不到稳定大盘的作用，所以不可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

避免要遭遇回赎，同样封闭式基金不可避免要全面折扣交易，开放式基金会经历从抢购到推销，再到摊派的过程，不可避免地出现越发越少，最后发不动以至休整的局面。

伞型基金体现在湘财合丰的身上，说白了就是把一个基金分成三份发行，每个基金的份额无形之中就等于削减了 1/3，份额降低了，发行就相对容易，除此之外和其他基金种类是没有多大区别的，完全是概念化的产品。投资者根本就没有必要当真。

既然基金业正面临寒冬，既然基金业全行业亏损，既然发起人迫不及待地抛售基金公司的股权，那么为什么还如此热衷于新基金的发行呢？

理由很简单，基金公司管理基金是按资金总额提取管理费的，涨的时候他提，跌的时候他也提，挣的时候他提，亏的时候他也提，管的数额越大提的金额越多，如此旱涝保收，谁不削尖脑袋，巧立名目，抓紧时机发基金，不是脑袋进水就是被驴踢坏！

有意思的是，一方面基金越发越多，发基金的公司也越组越多，一方面基金公司的稳定性和公司治理的有效性也正在受到越来越大的冲击，除了理财能力受怀疑外，频繁的人员流动导致核心竞争力下降，在基金公司试行 MBO 的呼声开始若隐若现。

从理论上讲，基金公司的股权是明确的，公司股东高位兑现的愿望也是强烈的，个人资本也是可以公开进入的，管理层如果需要 MBO 不存在政策上的障碍，存在的却偏偏是目前基金公司超额利润来源的不合理性，也就是收费模式。

在大多数人的观念中，基金管理公司的性质是不明确的，说是股份制企业，行，说是国有企业，尤其是大股东都是国有企业或国有控股的股份制企业的，也行，这类性质不明的企业不管在管理层眼中还是在投资者心中都具有“公有”属性，由于这种属性，所以大家也就可以容忍不合理的收费模式，如果说 MBO 的话，那么就会打败这种属性，大家也就不能容忍这种不合理的继续，反过来说在没有改革这种不合理的收费模式前，MBO 是行不通的。

真是成也萧何，败也萧何。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 基金为什么会成为暴发户

2004 年 4 月 5 日，新华社播发了记者张旭东采写的述评“基金热下的冷思考”。新华社在中国的传媒中既是官方的象征，又是严肃和稳重的代名词，连新华社都关注到了基金热，可见基金热已经不是一般的社会现象了。

基金热，热到什么程度呢？

张旭东举了三个事实予以说明：

事实之一，4 月 2 日公布的基金业绩排名显示，博时价值增长基金累计净值达到 1.51 元，这意味着这只成立才一年半的开放式基金，利润增长超过 50%，而在 2003 年，博时价值增长的投资回报率达到 34.4%，位居所有基金排行第一。年回报超过 30%，而且是在 2003 年的不景气市场环境下，充分显示基金专家理财的优势。博时基金是当年基金业回击“基金黑幕”的领头羊，也是有名的“问题基金”。现在的业绩客观上起到了为它“平反”的作用，为博时“平反”，实际上也就是为基金业“平反”，重新树立基金的正面形象。

事实之二，3 月份，中信基金公司和海富通基金公司新发行的基金规模均超过 100 亿，创下基金发行的新高，增长的幅度超过 100%，其中海富通基金的规模达到 130.7 亿元，这和目前已有基金平均 20 亿左右的规模相比，显然已经是个“巨无霸”。“巨无霸”的出现证明基金的成长空间已经出现，130 亿不会是最后的高度。

事实之三，新基金的发行迎来了供不应求的局面。第一季度，新基金的规模已经达到 850 亿，超过 2003 年的发行水平，全年预计在 2000 亿以上。这种情形和 2003 年以及之前的强行推销形成巨大的反差，基金发行出现了和国债发行一样的抢手场面。

基金之所以会这么火热，股市行情回暖是一个重要的原因。特别是在国务院出台“国九条”之后，人们对中国证券市场的长远预期信心倍增，看好后市的投资者增多，直接开户的人越来越多，而更多的投资者则通过购买基金入市。更为重要的原因则是因为中国迎来了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1996年以来少有的负利率时代。来自央行的报告称，在没有新的涨价因素的情况下，居民消费价格指数的涨幅也不会低于3%，这个涨幅已经超过银行一年期的固定利率。众所周知，中国是个高储蓄的国家，截至2003年底，居民储蓄已经突破10万亿大关，达到11.63万亿。按照一年存款利率1.98%计算，考虑利息所得税20%的因素，实际利率为-1.616%，即使按目前最长期限五年存款利率2.79%计算，实际利率为-0.968%，这意味着中国首次出现所有存款实际负利率的状况，如果按照-2%的实际利率计算，相当于每年大约有200亿的财富从存款者手中悄悄蒸发。长期以来，我们一直都为之烦恼的“笼中虎”在负利率的鞭鞑下开始出现了“移民”的倾向。事实上，在基金的申购人群中出现了普通居民多股民少；中老年人多、年轻人少的现象，个人申购过于集中，机构资金反显不足。居民存款从银行向基金搬家并非坏事，但是要看流向的结构。美国的数据表明，美国共有990多只货币基金，管理的资产规模达到21410万美元，在所有共同基金中占31%，在美国家庭中，货币基金占到其短期资产的20%。国内现在发行的货币基金总数却只有3家。

一方有赚钱效应，一方有亏本的压力，基金走俏也就有了市场基础，但是最终支撑的因素还在价值基础，价值基础则取决于中国股市的行情究竟能走多高，走多远。沪深两市都是单边市，没有做空的机制，要想赚钱，就只有涨这一条路。否则，本事再大的公司一样亏得一塌糊涂，说来说去，中国股市“靠天吃饭”，基金也一样。因此，人们的确有理由担心，一旦行情回落，巨额的赎回就会推倒多米诺骨牌；人们也有理由担心从来没有管理过50亿规模的公司是不是能驾驭得了多达130亿的资金；人们担心成长中的基金业会遭遇拔苗助长的命运；人们更担心蜂拥而上的基金建仓会急速推高指数制造投机泡沫，因为这个市场中真正值得投资的公司的增长远远低于可能入市的资金规模。

基金成为暴发户，让人欢喜让人愁。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 基金炒股套牢的是谁

基金炒股的概念脱胎自全民炒股，是水皮自己创造的概念，如果有巧合并不涉及知识产权。

要为基金炒股下定义，首先要搞清楚全民炒股是怎么回事。全民炒股也是一个概念，并非指全国 13 亿人民，包括农民兄弟在内，人人一张资金卡，个个一台 PC 机在股市里面横冲直撞，而是泛指一种现象，特别是出现在上海的一种现象。吴敬琏先生当年在抨击这种现象时是这样描绘的，上海很多小青工腰上别着股票机，上班的时候时不时地就看一眼，看看自己的股票是涨了还是跌了，哪还有心思认真工作呢?！水皮看了吴先生的描述，脸上也有点发热，因为他虽然不是上海的小青工，也不知道上海人炒股是不是把上海的社会主义建设大业给耽误了，但是那时候他人在北京腰上也别有股票机，确切地讲是寻呼机，也是在上班路上或者在蹲厕所的时候就拿出来看个没完，也属于受到吴先生批评的“全民炒股”现象中的一分子。

全民炒股好不好我们且不去说他，是不是出现了全民炒股这种现象也是有不同看法的。2001 年春天的时候，北京五位经济学者联袂质疑吴敬琏，争论的话题之一，首当其冲就是“全民炒股”。以水皮的体会，吴先生描绘的那种景象现在恐怕在上海，包括北京也很少看到了，因为 BP 机显然已经被淘汰了，现在取而代之的是手机，不光是中国移动推出了移动证券，中国联通也推出了相应的项目，而且双方在财经电视频道上大做广告，水皮现在自己也是不管走到哪，想起来的时候就调出手机上的股票走势图，所有大盘和个股的情况就一目了然了，用不着到一个地方都要现找财经频道去找新闻和指数。

中国是世界上最大的手机市场，不但产能大，消化能力也特别强，手机的普及要远远高于当年 BP 机的普及，移动证券进入手机屏幕，“全民炒股”如果成立，那么应该较当年有过之而无不及。

但是，事实上不是这么回事。

2001 年开始的中国股市大萧条至今没有走出复苏的阴影，依然呈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现出进一步退一步，或者是进二步退一步的谨慎格局，好不容易盼到了“天时、地利、人和”的2004年，好不容易看到了大牛市的尾巴，好不容易出现了中国经济景气回升和上市公司业绩上升重合的难得契机，好不容易盼到了“负利率”的黄金投资时代，宏观调控而带来的全面紧缩给恢复中的市场浇下兜头一盆凉水。年初还在为银行存款出现投资移民而叫好的评论家们突然发现，发行时火暴异常的基金热潮面临着冷却行情的尴尬。

新华社在5月9日的报道中说，21家基金公布的第一季度投资组合显示，前10名的基金公司中有7家公司管理的资产规模已经超过100亿份。在10家公司中，南方、华夏、嘉实、博时、易方达、华安6家老公司状态稳定，海富通、中信、国联安、银河4家新公司取代了招商、国泰、富强、融通的地位，4家新公司的产品基本全部为股票型基金，显示了今年投资者对股票型基金的追捧。新华社报道话音未落，最新公布的基金净值排行榜上，年初发行的开放式基金的增值已经全部跑到面值之下，而近期发行的基金规模也从百亿直落20亿以下，3月份才成立的海富通收益，巨田基础、银行银泰、易方达50、中信经典更是躺在底部，基金经理纷纷表示压力巨大。

为什么会这样？

因为从3月15日到5月底，上证指数从1736点跌到1550点，跌幅超过10%，同期国债跌幅经历了1998年以来的最大月跌幅，双双下挫，覆巢之下安有完卵？

散户是人，基金经理也是人，是人就会犯错误。凡人犯凡人的错误，不平凡的人犯不平凡的错误，区别在于，散户看错方向亏损数额不过以万计，基金经理看错方向，亏损以千万计。

中国股市不但是政策市，而且还是单边市，只能做多，不能做空，想挣钱就要建多仓，就要买股票，哪怕只愿配售新股那也得有仓位才能配售。资金量大，的确有大的优势，也有大的劣势，在市场没有对冲的情况下，资金量大的优势就会在行情逆转的情况下变成劣势，道理很简单，出不了货，尤其是在基金公司投资理念趋同的情况下更是如此。

水皮无意否定专家理财，只是指出一个规律，任何一次大顶都是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机构钞票堆出来的，任何一次大底都是机构用股票打出来的。因此，机构的持仓变化可以视为行情发展的反向指标。分散投资固然不足取，集中持股也未必有善终，因为收成如何，还在于看天吃饭。

基金的钱不是天上掉下来的，而是包括股民在内的投资者从各个地界搬来的，基金越热说明吸收的社会资本越多，基民们越多。基民们是不炒股的，但是基民们依然眼盯住大盘，基金炒股套牢的依然是"基民们"的钱。

4. 基金评级评给谁看

不知不觉中，中国市场的基金总数已经超过了 82 个，规模也达到了 1492 亿，这个业绩相对中国股市的指数而言绝对是超常规的。身为股市中人，水皮认为这既出意外，又在情理之中。

但是，问题也就来了。

第一个问题是这么多的基金目标销售对象是谁？

第二个问题是这么多的基金相互之间有什么区别？

第三个问题是什么因素在影响这些基金的销售？

三个问题累加在一起就诞生了基金市场的一个副产品，那就是基金评级。银河证券有自己的基金评估中心，中信证券也有自己的基金评价指标，中国科技大学也和《经济杂志》联合推出了新的评估报告，刚刚成立不久的中国社会科学院金融研究所也推出自己的 IFB 基金评级报告，并且声称自己具有独立第三方的天然优势。

怎么看待这些不同的评级报告呢？中外的数据都表明一个事实，评级居前的基金资金的流入都要大于名次居后的公司，因此，基金的评级报告实际上是销售市场上的购物指南，社科院标榜的独立第三方实际上就是这种购物指南的广告。

这种广告的作用不能小看。

首先，基金的销售对象既不是股民也不是其他的专业投资者。基金的对象说白了实际上是对资本市场知之甚少甚至一无所知的普通市民，基金公司要拉的正是这些市民在银行里的储蓄，这也是为什么基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金都在银行销售的道理。往大了说这是扩大直接融资的比例，降低银行的经营风险，往小了说是给银行多挣一点代理费，当然这种“小钱”也不是没有风险的，最大的风险就是在储户不响应号召的情况下，银行自己摊派消化，最后又跑到柜前赎回，搞得基金规模一会儿涨水，一会儿缩水。

其次，基金的销售规模越来越大，品种也越来越多。光从封闭式基金名称上分别，就有5种，它们分别是积极成长型、稳健成长型、价值型、平衡型、优化指数型。不要说一般的市民看不懂它们之间的区别，就是像水皮这样的老油条也是一头雾水。事实上，社科院的研究表明，这型那型的基金本质上没有什么区别，40%的基金和原来的定向风格不沾边。就是原来还有差异度的优化指数基金，从2003年第二季度公布的结果看也呈同质化的倾向，不但同质化倾向严重，就是持股的特征也惊人的相似。据《中国证券报》统计，2003年第二季度的投资组合显示，有51只基金重仓持有招商银行，44只基金重仓持有宝钢股份，42只基金重仓持有上海汽车，38只基金重仓持有中国联通。什么看好，做什么；什么有题材，做什么；什么能涨，做什么；最后的结果必然是什么涨了，买什么。基金投资组合是一个不可不信、不可全信的资讯。因为有滞后性，所以普通投资者，包括基金的评级者，看到这些资讯时市场的真实仓位可能已经面目全非了，但是，因为都是机构重仓，所以减仓兑现也不是一件容易的事情，只要没有出现暴跌，还能基本反映基金的持仓比例。

有了首先，就等于有了广告销售的对象；有了其次，就等于有了广告诉求的内容，因此基金评级也就有了市场。

它们的市场就是机构，确切地说是投资机构。一方面，机构可以据此推销自己的产品，一方面机构自己也可以据此排选委托理财的基金。

IFB基金报告据称有5个方面综合考量基金的综合绩效，不但有定性的还有定量的，不但有数量分析模型，还有诸如投资理念、研发能力、高管团队等软性指标。水皮把整个一版的报告看了两遍，留下的只有不同公司后面不同的五角星数目，其实基金评级真的有那么复杂吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业绩是最能也是惟一能说明问题的指标。

5. 基金的花样年华何日重来

梁朝伟是电影《花样年华》的男主角，梁朝伟那略带忧郁的眼神让张曼玉过目难忘；

田仁灿是基金海富通公司的总裁，田仁灿那双镜片后面的小眼睛激动起来也会显得炯炯有神，频频放电。

如果说基金业有过花样年华的话，那么主角就是田仁灿，如果说基金业花样年华已逝的话，那么主角还是田仁灿；年初海富通开放式基金一举创下招募130亿的奇迹，没有人知道田仁灿是何许人，年中海富通被巨额回赎50亿的传言再一次将其推至风口浪尖，田仁灿却被迫走到前台。这一次，这位欧洲的“海龟”尝到了枪打出头鸟的滋味，知道了什么要“木秀于林，风必摧之”的意味，领教了“得便宜卖乖”不行，“不得便宜不卖乖”也不行的尴尬。

其实，海富通的奇迹是一个不可复制的奇迹，“天时、地利、人和”缺一不足以酿成这一过程。“天时”，指的是海富通开放式基金推出之时正是“国九条”颁布之时，真是“好风凭借力，助我上青天”，这种“天时”空前绝后。“地利”，指的是沪深两市正在走出恢复性行情，而居民存款又由于负利率的影响正在投资大移民，股市成为风水宝地。“人和”，指的是海富通作为一家中外合资基金，团队组合具有国内其他公司所不具备的优势，田仁灿能够作为外方股东代表出任公司总裁，而正是田仁灿买基金就是买风险的“非营销”理念让机构投资者眼前一亮，毫不犹豫地投入了海富通的怀抱。

奇迹不可复制，但是可以攻击。

攻击的软肋之一就是仓位。海富通基金成立之时，也正好是沪深短期见顶之时，基金只要建仓那就必套无疑。事实上，海富通不可能不建仓，因此海富通的市值低于面值也就是一种必然，由此联想而产生回赎也就是一种必然，只不过50亿的巨额已经超越了合理想像、演变成了一种攻击。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

攻击的软肋之二就是专业。水皮一直认为沪深股市每一次重要的头部都是机构用资金打出来的，每一次重要的底部都是机构用股票打出来的。作为机构之一的基金，如果仓位都在80%左右，那么也就意味着头部就是眼前，如果仓位都只有20%，那么也就意味着底部就在眼前。在大势面前，基金与基金的差别不是赔钱赚钱的差别而是赔多赔少的差别，基金与委托理财的差别不是规模大小的差别而是操纵时间长短的差别。换句话讲，同样是跌势，基金能扛过来等待下一轮复苏，而委托理财就扛不过去容易爆仓。这就是投资，这就是购买风险，专业理财的专业不在于把把赢，而在于在一个相当的时间段中赢的几率大于赔的几率。但是投资者不这样看，投资者发出的疑问是，“基金的专业精神哪里去了”？

基金的专业精神哪里去呢？

基金的专业精神其实那里也没有去，是我们自己把基金的专业精神神化了。

股市是一个买涨不买跌的市场，同理，基金也是一个买涨不买跌的市场。股市越涨，基金卖得越好，因为有财富效应；股市越跌，基金卖得越差，因为有赔钱效应。因此，上证1700点时，海富通能卖130亿，上证1400时，金鹰中小盘基金只能卖出5.5亿的规模。130亿和5.5亿相差有多大？

这似乎是一个悖论。市场低迷的时候，正是建仓的好时候，但是基金手中却没钱，低位拣不到皮夹子；市场行情看涨的时候，其实正好是清仓的时候，基金手中却握着一大把钱，想不买股票都不行。贪婪和恐惧一样是机构投资者面临的的心理障碍。

手中握有5.5亿的基金经理显然是想像不到手中握有130亿的基金经理的感受的。大有大的难处，大有大的做法。海富通现在依然有130亿的规模得益于田仁灿的清醒，得益于团队的做法，它们可以永远建一半仓，空一半仓，永远处在进可攻，退可守的有利位置，只要它们永远不想争第一，那么就很难有基金能在规模上打败它们。

基金的花样年华过去了，田仁灿们的日子才刚刚开始。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6. 3000亿学费能换来什么

3000亿，是中国股市目前证券投资基金的净值，这个数值约占A股流通市值的1/4，放在若干年前，是一个包括管理层在内的所有中国股市的参与者想都不敢想的一个数字。而且，这个数字还不是一个静态的数字，这是一个每天都在变化增加的数字。

3000亿，不能不说这是基金业的发展奇迹，不能不说这是超常规培育机构投资者的成功，不能不说这是管理层看得见摸得着的政绩。如果论功行赏的话，证监会基金管理部的同志们每人浮动三级工资都不会引起公愤，基金部主任政治上再进一步也不会引起议论。

但是。

水皮的朋友不相信这一切是真的。不相信这一切是真的朋友恰恰还是基金管理公司的负责人，而且还是个规模很大的基金管理公司的负责人、是业内人士，是海归人士，是专业人士。

当然，这位业内人士+海归人士+专业人士不相信的并不是基金的规模。目前基金的总份额大家是知道的，截至7月20日的数据，总份额是2966.36亿份基金单位，3000亿的概念已经算上了正在发行中的4只新基金。那么他不相信的是什么呢？他不相信的是，占到市值近1/4的基金怎么会有现在这样的市场表现，市场又怎么会如此委靡不振？

基金的表现同样是有目共睹的。2004年第二季度的数据显示119只基金，净值净增18.96亿元，平均每份是0.015元，也就是一分钱，这个数字比券商的好看，比大盘的也好看，相对于80%以上的亏损散户而言，也算体现了专家理财，但是如果和同期银行利率相比，就谈不上什么优势，城乡居民的银行存款也就失去了成为“基金移民”的意义。

基金占市值的1/4，而且还是流通市值的1/4，这是一个什么概念呢？套用炒作的概念，这是一个中度控股的庄股。25%的筹码集中度对于一个中小盘的个股而言足以影响股价走势，对于大盘股而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

言，控筹力度略嫌不足，如果想把股价玩于股掌之间，那么就必须继续吸筹。不管是大盘股还是小盘股，25%的筹码集中度都将对走势产生决定性的影响。至少从账面利润讲，决不可能只出现1%的盈利空间。同样的道理，如果盈利空间不止1%的话，那么大盘根本就不可能低迷到这个地步。

这个道理不难理解。

因此，会有这样的疑问，3000亿的控盘资金怎么会出现这样损人不利己的两伤局面，这一切又都是谁造成的呢？

尽管基金的黑幕版本不断，不过在水皮眼中都是发展中的问题，无论是违规申购也好，违规发行也好，利益输送也好，就是在发达国家同样存在这种那种冒险，没有什么了不起的。问题的要害在于，基金从无到有，从小到大，直到目前的3000亿，我们这个市场的震荡和波动的幅度并没有因此而减少舒缓，周期性的非理性恐慌反而越来越厉害，大盘更是越来越看不见方向。没错，2004年中国的宏观经济是面临调控的压力，银根是在抽紧，但是GDP的数值依然保持在9%以上，中国经济依然是在高速发展而不是衰退，上市公司的平均业绩更是保持了持续的增长，这一切决不能解释目前股市的状态。换句话说，目前股市的低迷必定有其他的人为因素。

基金作为管理层超常规培育的机构投资者品种也许从立论上就是错误的。这个错误在于在没有任何理性研究的基础上，作出一个判断：那就是机构的投资行为是理性的，而散户的投资行为是非理性；机构的投资行为因为其理性，所以可以平抑市场，而散户的投资行为因为其非理性，所以追涨杀跌。于是一个假设就出现了，机构投资者越多，那么这个市场就越理性，振荡幅度就会越小，就会越成熟。因此，需要超常规的培育机构投资者，而超常规往往意味着损害一般按常规发展的投资主体的利益，意味着得到豁免和袒护的违规，意味可以以革命的名义进行掠夺式的财富再分配。

判断是错误，假设自然就不会出现。

判断又错在哪呢？错在把股民当愚民，以为民可使由之，不可使知之，错在极端低估股民的投资和投机智慧，错在分不清股民的钱和机构尤其是基金手中的钱的性质区别，不知道股民的钱是自己的钱，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而机构的钱往往是别人的钱。中国老话讲崽卖爷田不心疼，套用到股市上就是基金用别人的钱炒作，赚了分奖金，赔了无所谓。一句话，钱和钱不一样。

这是要害。

这和私营企业与国营企业的区别有惊人的相似。

以散户为主体的市场，因为散户利益的多元化，因而对市场的判断就会出现比较大的差异，多空交战就会激烈，无形之中对冲就会发生，市场波动反而有可能平缓。以基金为主体的市场，因为机构利益的短期化同质度太高，因此对市场的投资集中度相对就比较高。反映在品种上就是所谓的蓝筹股行情，反映在投资上就是所谓的集中持股。集中持股是基金的长期目的吗？不是的。集中持股的目的还是因为可投资的品种有限，还是为了降低风险，还是为了短期的变现。从集中持股开始到集中变现结束，这个时间注定不会超越一年，因为基金要以年度为结账单位，管理人要以年度为奖金分配单元。现在市场的低迷或许正是当时所谓“二八”现象的代价。

水皮的朋友不愿相信他看到的事实，说明他还有幻想。3000 亿的市值，这个数字如果是掌握在私募基金手里，股指可能已经被打到 1800 点以上，但是掌握在公募基金的手中，指数却跌破 1400 点，3000 亿还能算什么筹码呢？也就是学费而已。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金监管谁在呐喊

1. 呜呼，忠良士何图

——读张景华公开信有感之一

张景华是中国证监会的基金部主任，水皮未曾谋面，但是从张主任被媒体披露的那封公开信来看，这是一个血气方刚又极具文采的人，做官做到这个位置又能保持如此张扬的个性实在难得。

张主任这封“言辞激烈，悲情难抑”的公开信是写给各地基金管理公司总经理的，因为就在不久前深高速增发 A 股的申购中，基金再次曝出黑幕，成为传媒的焦点。据《上海证券报》报道，在深高速的申购中有 47 家基金参与网下申购，总计申报数量达到 288.65 亿股，折合资金逾 1056 亿元，而深高速不过增发 1.65 亿股。要知道，这些基金的净值不过 780 亿元，根据规定严格按净资产值 10% 申报，最大的申报量为 21.3 亿股，47 家基金中守规矩的只有 8 家，其他的全部违规操作，8 家基金的申购数量超过 10 亿股，由此计算的这些基金申报认购新股金额超过基金资产规模，而刚刚诞生不久的开放式基金也有“杰出表现”，华安创新报出了 40.98 亿股，申报资金规模近 150 亿元，是其自身规模的 3 倍，南方稳健成长基金申报规模是 80 亿元，是其自身规模的 2 倍。

张景华信中开宗明义表明个人看法，是作为一个还算有良心的职业工作者对此感到的震惊和愤懑，他希望涉及此事的 6 家公司的总经理和 21 个基金经理扪心自问，而且采取行动将自己的思考书面传真基金部，他将要求属下将这 27 位“尊贵先生们”记入不良记录档案，还将根据会领导的要求随时采取进一步的监管行动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

张景华的心情水皮很能理解，因为基金中的“恶少们”已经不是第一次如此放肆，如此胆大、如此妄为、如此不把包括基金部在内的证监会放在眼里了。实际上 2001 年年初在青啤的增发过程中也曾发生过类似的违规，基金泰和利用信用申购一举认购 3300 万股，占青啤流通盘的 16.5%，泰和为此账面需动用 78.7 亿元，但其净资产仅为 26 亿元，基金泰和并没有交纳现金，而只是预交 100 万的保证金就作出了 10 亿股的申购申报。泰和事件引发传媒的广泛关注，舆论焦点直指管理层，披露此事的媒体更是话中有话，意外之言没有高层的首肯，证交所断不至于如此冒险，现在看来，张景华至少是背了“黑锅”有苦难言。

“有人认为上述事件的发生与深高速增发方案存在缺陷有关，但是我看到的是这些基金管理公司的头头脑脑们心存侥幸、自作聪明、掩耳盗铃，削尖了脑袋钻制度的空子，置‘取信于市场、取信于社会’的宗旨于脑后，关注公司利益个人利益于眼前！专业人士告诉我，这些公司的做法明显失信于市场：一是，虚报可用于申购的资金规模，有可能被指控制造对市场秩序有实质影响的虚假信息，至少涉嫌被《证券法》所禁止的信用交易；二是，如果发生极端情况，全都按照申购数量中签，必然导致这些公司没有足够的资金认购全部股票而被迫放弃无力认购的部分，那么将导致证券市场前所未有的重大事故。你们可能暗笑这是危言耸听：没见过呀，不可能啊。你们是否知道，2002 年 8 月底某基金扩募，社会认购严重不足，如果不是我部及时提醒可能发生的后果，发行协调人被迫临时筹集 8 亿资金堵窟窿，该基金将被迫停牌。前车险覆，后车不鉴，每每依赖监管机关的提醒，这难道就是所谓的‘专家理财’吗？”

“我现在的心情难以言表。在我国加入 WTO，即将开始审核设立合资基金管理公司之时，诸多号称‘表现还算可以’的、所谓的‘大公司’、‘好公司’卷入其中，我们如何向上级交代，如何向同业交代，如何向社会交代！”

说良心话，读张景华的信对人绝对是种刺激，张主任其情也真，其辞也切，就差声泪俱下，捶胸顿足了！

基金经理们又能体谅多少？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 呜呼，“枭雄”兮满目

——续张景华公开信有感之二

专家理财一直是管理层推崇的投资理念，谁是股市的专家呢，当然非基金经理莫属。

我们来看看基金今年的成绩表。

在沪深两市中一共有 48 只封闭式基金，目前九成的基金价位已经跌破面值。根据已经公布的分红预案，准备实施分红的一共有 19 只基金，按照基金必须按当年收益九成以上用于分红的要求，我们可以推理出，在过去的一年中，有盈利的基金也就 19 只，其他都处于亏损，净资产值更是全部缩水，幅度从 4%～27%不等，而同期沪深分别下跌 20%和 25%。其实，就是有分红预案的 19 家公司也未必就能按计划实施，因为近期的暴跌已经使其中 14 家基金的面值在分红后将跌破面值，维持面值以上的不过 5 家，这 19 家基金的契约都规定面值是分红的底线，这意味着最终能分红的基金最多 5 家。

5：48 的结果也就是 10%多一点，10%的基金盈利且能兑现，这种投资水平和散户的盈亏比例是一样的。

水皮说过，股市上没有专家，只有赢家，话不是冲着基金说的，但基金是最好的例证。

更何况，这么拿基金和散户比是没有道理的，因为基金的这份成绩是在吃了太多的政策偏食之下的结果，所以难怪张景华在公开信中说：“证券投资基金运作必须是干净的！你们应当相信：利欲熏心，必导致利令智昏！昧良心赚钱，必遭报应，露多大脸，现多大眼！”

张景华说基金现眼可谓一针见血，但是他没有说明是谁给了基金丢人现眼的机会，明摆的是没有任何法规给予基金在新股认购中的特权，凭什么基金就能以保证金的方式认购而散户则必须全额预付？是谁开的政策口子？这不是人为的制造“三不公”又是什么？如果没有“青啤事件”、“深高速事件”，这一切是不是还能心照不宣地游戏下去？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金现眼已经不是第一回了，但是每一次都实际上不了了之。2000 年“基金黑幕”被披露，有人说是两岁的小孩尿炕；“青啤事件”被披露，干脆就没人接下茬；现在的情况倒好，孩子是一天比一天长大，胆子也一天比一天贼大，两年前是尿炕，两年后是骑在家长的脖梗上拉屎；下面还不知道会整出什么幺蛾子来，不是说“法无明文禁止视为许可”吗？

张景华和洪磊，一个是基金部主任，一个是基金部副主任，后者曾经因为捅了黑幕而被业内人士视为“叛徒”，如果不是高层钦点现在恐怕连公职都没有；前者则被一而再、再而三的违规气得暴跳如雷而奋笔疾书狂呼“呜呼”不止。

俗话称：“子不教，父之过”，在父爱主义庇荫下茁壮成长的基金公司就是这样报答管理层的苦心吗？

“我不能妄称我可以对你们有何许诺。作为机关干部，我的权力是有限的。但是我可以这样说，只要我还没有被“两规”，只要我还在现在的岗位上，我会尽我之所能，去成全诚实的人、善良的人、乐于为社会的发展而奉献的人”。

张景华的悲凉不是他个人的悲凉，而是中国证券市场的悲凉，中国社会的悲凉，也是水皮的悲凉。

3. 呜呼，诚信兮安在

——读张景华公开信有感之三

张景华对基金的谴责，赢得的并不全是掌声，沉默了一个月以后，有人开始同样以公开信的方式进行了匿名的反击。

据信出自基金管理人之手的这封信与张景华的激昂张扬呈完全不同的两种风格，绵里藏针得厉害。

在经过了一番复杂的数字游戏之后，作者告诉我们，如果基金想要获配 6 亿元新发深高速股票的话，那么基金的资产规模必须达到 220 亿美元，这是个中国基金在短期内根本达不到的数值。作者据此想说明五点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一是基金的申购策略是建立在科学的统计和预测之上的，是在用脑子做事，我们正在通过自己的智慧为持有人谋利；

二是在“合规”的前提下，获取最大的收益就是最大的诚信，才是基金的根本；

三是美国对新发或增发股票中配售的不同政策提醒我们，当投资人利用规则打擦边球的时候，管理层要做的就是马上完善相关的法律；

四是基金欢迎、感激、正确的批评，但害怕期望过高及过度的指责和渲染；

五是出现问题之后，要做调查，不然就没有发言权，在监管当局、传媒、投资者、基金之间缺乏一种公开、透明、正式、常规的沟通渠道。

匿名公开信话里话外没有说透的一个意思就是究竟应该怎样给基金这样的机构定位，他究竟是替人理财的投资者，还是肩负着市场稳定的政府机构；究竟是以赢利为最终目的，还是社会责任为最终取向；在2001年的行情面前还有什么比新股申购和国债认购更为稳妥的投资品种，如果基金在两级市场操作的话，不管什么品种都面临着20%以上的整体亏损，这算是对市场的稳定因素还是不稳定因素？

更有意思的是，作者坦言，从第一批基金设立的时候，作为管理人，他们就料到了基金的特权早晚会被取消，因为这是市场化的结果，那么作为一种平衡，在加强制度建设的同时是不是也应该给予基金更多的合法自由呢？

问题提得好，但是回答却不容易。

给你特权是因为你是皇家卫队御林军，你必须付出代价，叫你托市的时候就该托，叫你稳定军心的时候就要上；说你对“取信于社会，取信于市场”的基金宗旨理解不到位是因为你惟利是图不听招呼，让领导坐蜡。

每个人对诚信都有不同的理解，领导有领导的角度，管理人有管理人的角度。一个好的制度能使坏人变好人，一个不好的制度能使好人变坏人，有那么多“大公司”“好公司”，包括刚刚设立的华安和南方开放式基金都卷入其中，值得反思和忏悔的，其实绝对不止是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"犯上作乱"的基金。

不知张主任以为然否?!

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金未来谁在谋划

1. 从来就没有救世主

——开放式基金系列杂谈之一

落水的人情急之中会把稻草当作寄托，于是稻草便成了救命稻草；不幸套牢的股民在恐怖的暴跌之后，同样盼星星盼月亮般地期待着“解放军”，于是开放式基金便成了救市的力量。

产生这样的联想是正常的，也是情理之中的，时间场合就是一种强烈的暗示，2001 年 9 月 10 日，也就是昨天，银广夏复牌，2001 年 9 月 11 日，也就是今天，开放式基金开始发行。

银广夏的复牌是值得纪念的历史时刻，因为准点复牌，意味着银广夏造假所形成的巨额亏损将咎由自取，管理层再不会像对待琼民源一般展开父爱的胸怀，市值的损失不可避免要由所有的知情或不知情的投资者或投机者自己扛起来，期待银广夏重组之后再复牌被证明是一种幻想，期待管理层能够化腐朽为神奇被证明是一种错觉，期待自己的失误会换来“坏事变好事”式的惊喜被证明是一种奢望。

这是一种进步。

开放式基金的正式发行也是值得纪念的历史时刻，因为这意味着 7 万亿的居民存款出现了一个崭新的可供选择的投资品种，不管是开放式基金取兑的形式还是场所，都让证券市场的场内资金看到了后援力量，和封闭式基金取之股民又与股民争利不同，开放式基金吸引的是民间的增量，这种意味远非“左手握右手”的滋味可比。

这是一种发展。

但是，进步有代价，发展有风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银广夏复牌的代价就是连续跌停对股指的影响，这种影响尽管更多的仅仅是表现在心理层次上，但是在极端脆弱的市场面前完全可能导致连锁性的雪崩，失控是古今中外管理者都不愿看到的情景。开放式基金发行的风险则是业绩，当股指位于高位之时很可能就是集中回赎之时，处置不当风险就会直接扩散到托管银行。

不过，当进步遭遇发展的时候，代价和风险也开始找到了相互的融合点，时间的巧合同样也展示了管理层日臻精湛的调控手艺。

这就是政策市。

历史将会证明，沪深股市的阶段性底部就在眼前，因为历史已经证明，封闭基金推出的点位现在都成了众多投资者追悔莫及的建仓底部，我们可以不相信任何人，可以不相信周小川，可以不相信项怀诚，可以不相信戴相龙，但是我们不能否定历史，不相信历史。

必须说明的是，作出这样的判断并不意味着水皮认为开放式基金就是中国股市的救世主，能够一劳永逸地托住这个千疮百孔的大盘，相反，他要指出的另一面却是，历史上所有业绩傲人的基金如今无一例外成为亏损的大户，他们的重仓股票成了大市暴挫的导火索，他们的违规操作造成了股指的大幅振荡，作为一母同胞的开放式基金又会有什么样的天生免疫力呢？

即使救市，也是救得了一时，救不了一世。

2. 也没有神仙皇帝

——开放式基金系列杂谈之二

就在中国第一个开放式基金在众望所归中粉墨登场之时，沪深两市的封闭式基金却唱起了不那么捧场的，令人扫兴的“小怨曲”。

44 家的基金净值公告显示，基金业绩全线坠入亏损的深渊，与年初调整后的初值相比，44 家基金净值平均亏损 9%左右，其中，“吃老本”净值仍高于 1 元面值的基金有 28 家，而其他 16 家则低于面值，陷入绝对亏损的境地。

水皮知道有人会骂他乌鸦嘴，当一个新生儿诞生之时，你不赞美他的美好未来却提醒他的同父异母兄弟身患残疾，轻度智障，不是乌

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

鸦嘴又能是什么呢？

最令人厌烦的可能是这张乌鸦嘴里吐出来的东西，偏偏也是开放式基金自新生那天起就不得不面对的残酷现实。

水皮不反对，甚至可以说是举双手欢呼投资基金的创立和进场，因为不管怎么说，这意味着中国证券市场不再顶着“办不好关掉”的地雷，但是，对于投资基金的设立、管理、作用长期以来持“不同政见”。

“不同政见”之一，投资基金的所有制性质不明朗，从理论上讲，基金募集的资金来自股民，但是管理权却一股独大地牢牢掌握在管理公司手里，而管理公司却又是典型的国有企业，国有企业身上有的毛病无一例外地体现在基金公司的管理上，事实也证明，基金业绩的辉煌是短暂的，相对的。

“不同政见”之二，投资基金的作用定位相互矛盾，一方面管理层的初衷是稳定市场，而另一方面又要求基金为市场作出理性投资的榜样，为了树立这个榜样，让榜样令人眼红，心向神往，不惜破坏“三公”原则为基金开“小灶”，喂偏食，在“效率和公平”之间，管理层迷失了自我，在投资和投机之间，基金公司长成了一个畸形儿。

“不同政见”之三，投资基金超常规发展理论基础脆弱，在不少人眼中，中国证券市场的猴市特征主要在于中小散户多，而中小散户专业知识少，信息渠道少，资金拥有量少，抗风险能力小，所以投资行为常容易为外界主导，不理智，而大规模的、专家理财的基金能够避免这些不足，事实上这种判断在理论上站不住脚，现实中已经由“黑幕”作出了回答。

我们的管理层在制定政策的时候，多着眼于成功面是必须的，但是切忌一厢情愿，切忌没有两手准备，水皮不知道有权决定这一切的人有没有封闭式基金会全线亏损的心理准备，更不知道开放式基金一旦经营不善出现“挤赎”会不会连带引发经办行的金融风险。

只要开放式基金是由人在操盘，只要开放式基金是在二级市场中自己找食吃，那么盈亏的比例永远都是对半的。

证券市场只有赢家，没有专家，更没有包赚不赔的神仙皇帝。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 我们要做自己的主人

——开放式基金系列杂谈之三

华安基金公开发售的当天，美国纽约世贸中心这个世界金融中心的标志性建筑遭到了毁灭性的攻击，全球主要股市停止交易，香港没停，结果香港股指狂泻近 9%，大陆的股市也没停，但是上海跳空低开 40 点，深圳跳空低开 140 点，尾盘基本收了回去。

中国股市的表演说明了两点，第一，在这个日趋全球化的国际社会环境中，谁也无法避免受到灾难性的牵累，所以沪深股市会低开这么多；第二，尽管会受牵累，但是中国的股市毕竟相对封闭，所以影响就有限，尾盘就收了回去。

具体到开放式基金，我们就会发现也同样有着中国股市的两重性，既有和国际接轨的要求，但是差距又相当的大。

活跃在美国股市的各种基金名目繁多，总数接近百家，而中国的基金在超常规的思路操作下，现在也才仅有 44 家封闭式基金，美国的股民或者说投资者在全民人口中占的比例是 50%，而中国号称有 6000 万账号，但是合并沪深两市的情况最多只有 3000 万个有效户头，其中如果刨去了机构大量开设的非法个人账户，真正活跃的账号只有 1000 万，这个比例如果拿中国人口作基数不到 1%，如果加权一下拿中国城市人口作基数则不到 5%，即使算上涉及的家庭人口也不到 15%，和美国的情况相比，差远了去了，至于资金实力就更不用说了。

因此，如果华安基金的发售出现供不应求的情况是正常的，卖不出去则是不正常的；非股民群体购买是正常的，股民们购买就有点不尽如人意的意思；所幸，华安的开门红表明一切在正常的轨道中，中国股民的队伍多多少少又壮大了一些，离“全民炒股”又进了一步。

水皮一直不认为“全民炒股”是个贬义词，相反，如果中国真的有一天出现“全民持股”的现象绝对是一种社会进步。“全民炒股”不等于“全民投机”，这完全是两个不同的概念，而且他还认为真的出现“全民投资”的现象的话，中国股市的规范和发展都有保证，不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仅规范和发展有保证，而且稳中有升也有保证，经济晴雨表的作用也会得到保证。

越来越多的人认识到，封闭式基金并没有在倡导正确的投资理念和维系大盘的稳定中发挥正面的作用，经历了“基金黑幕”而被高层钦点的证监会基金部副主任洪磊的遭遇就最说明问题，此前洪磊因为不愿违规操作接亿安科技庄家的货竟然被人免去基金管理公司的职务并报证监会取消任职资格，而在最近披露的“银广夏”事件中，基金又再一次扮演了受害人的角色。

理论上讲，开放式基金的操作要比封闭式的透明、规范，所受的大众监督要严密，在今后可能发生的同业竞争中也会给一般的投资者提供更多的机会，但是，既然这个世界上没有救世主，也没有神仙皇帝，那么，为什么不靠自己去创造幸福呢？做自己的主人岂不更能把握自己的命运、财运？

4. 这不是最后的斗争

——开放式基金系列杂谈之四

中国人做事喜欢抢头彩，尤其是在证券市场，新生事物包赚不赔已经成为一种规律，抢的人多了就难免给人一哄而上的感觉。

比如华安创新基金 2002 年 9 月 11 日开始公告发行，而南方稳健成长基金抢在 10 日也发布“获准设立公告”；华安创新基金面向个人的发行持续到 18 日，南方稳健成长基金的开门吉日就抢在 19 日；华安基金 11 日闹了个开门红，南方基金 19 日却只落了个平稳发行，抢了半天，还抢成了这样的结果，要是不抢呢，又会怎样？

南方基金恐怕连想都不敢想。

理论上讲，华安创新的首发日大多数城市能够销售一空，留下紧跟而上的南方稳健基金的市场空档应该不小，而且从发售的布局而言，承销南方基金的工行无论是营业网点还是额度配置都要远远强于承销华安基金的交通银行。出现这种结果只能说明或者是南方基金的宣传力度不够，或者是投资者手中的资金就是有限。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

水皮更倾向于后者。

成都没有出现在华安基金的首发城市中，但是50岁的股民干正浩却成为了华安创新基金“成都第一人”，干正浩是从自己的股市户头上取了3万元赶到重庆排队认购的，促使他做出这种投资的动力恰恰是因为行情不理想，而且干正浩并没有一旦购入、永远拥有的想法，如果3个月的封闭期结束后，只要扣除手续费有盈利，就打算赎回，然后择机再认购再赎回，来回运作，显然，打开放式基金在干正浩的眼中跟打新股是一样的。

一个问题是不能回避的，理论上应该是吸引资金增量的开放式基金面临着市场内存量资金换手的尴尬，这或许还不至于构成矛盾，但是却告诉我们，中国证券市场目前的调整和支持长远发展的资金增量上的悖论不可忽视。

有行情就有资金，没行情就没有资金，尽管是过江龙资金；但是，有资金却未必有行情，哪怕是永远呆在场内的长线投资。

理论上讲，股市的暴跌调整是开放式基金逢低建仓的大好时机，此时购入基金，应该有极大的升值空间，但是在现实中，实际的股民承受的却是赔钱的负面效应，很难想像他会有挣钱示范效应导向下的冲动，股市中人都挣不到钱，你又怎能指望场外人士前赴后继呢？何况动辄50个亿，沪深股市一天的成交又才多少亿？

明眼人都能看出来，南方基金表面是在抢时间、抢市场，实际上抢的是money，所以难怪投资者多一分小心，多一分谨慎，难怪华安创新此一时，而南方基金时隔一周就彼一时，也不是这个世界变得太快，而是投资者太明白，这不是最后的斗争，既然来日方长，又何必在乎一时一地？

一哄而上的结果往往是一哄而散。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

QFII 谁在期待

1. QFII 为什么充满猜想（上）

QFII 是合格境外机构投资者的简称，QFII 推出至今就是一个议论纷纷的过程，而伴随其间的沪深股市走势更是诡秘异常，耐人寻味。

宣布 QFII 出台的日子是 2002 年 11 月 8 日，星期五。按一般规律影响资本市场的重大决策通常不会安排在一周的最后交易日，要么是收盘之后，要么是开盘之前，而安排在不正不当的星期四晚上宣布显然是希望这个消息能作为利好为星期五开幕的中共十六大放上一颗大卫星，让正在走出盘局的沪深股市给大家一个惊喜。

事实证明，这种令人吃惊的效果还是达到了，只不过，喜的时间过于短暂。上证指数开盘跳空 26 点以 1570 点开出红盘，随即却掉头向下，一落不可收拾，收盘暴跌 32 点，收于 1522 点，跌幅达到 2.06%，深圳大盘更是有过之而无不及，跌幅高达 2.31%。

更为令人震惊的是，QFII 的推出不仅逆转当时的恢复性走势，而且破坏了祥和温暖的市场气氛，在中共十六大召开的一周中，沪深股市走出暴跌行情，11 月 14 日十六大闭幕，上证指数已经跌至 1460 点，一个月以后更是跌破前期低点 1339 点，如果不是证监会新主席尚福林走马上任，后势局面已然失控。

就在这个过程中，11 月 21 日，仅仅离宣布 QFII 出台不到两周的时间，当时的证监会主席周小川在香港出席第十六届世界会计师大会谈及证券市场热门话题时披露，QFII 的推出要作试点，证监会不会事先定出目标。QFII 的发展也是一个政策和市场相互作用的过程。

一个被管理层视作献礼的重大利好，何以会在推出后不久就被视

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作利空而往回圆呢？

很多人的确有困惑。

水皮也是如此，简单地指责管理层没有代表投资者的利益，想投资者所想，急投资者所急有些过于武断，推出 QFII 的初衷不能不说是管理层的好意，因为无论如何这是增加资金供应的一条渠道，但是在投资者的概念中，中国股市从来就不是一个资金的问题，想要解决问题没能抓到问题的要害还不要紧，要紧的是投资者不仅把 QFII 和 QDII（合格境内投资者）联想起来，担心 QFII 没能引进多少外资，而 QDII 的配套却实实在在地分流现有的存量资金，而且把 QFII 的推出后果和当初的 B 股开放联系起来，担心这是境外资本代言人借国际化之口行过度开放之实从而再次套牢全国股民。事实上就在 10 天前的 11 月 4 日，经过国务院批准，中国证监会、财政部和国家经贸委联合发布的《关于向外商转让上市公司国有股和法人股有关问题的通知》，敏感的市场人士很自然就把国有股和法人股向外商的转让和国有股减持结合起来，从而又和全流通结合起来，如果外商的转让价以净资产或溢价或折扣成交的话，一旦外资股进入全流通，那么获利套现的空间就相当大，现在中国投资者对国有股和法人股全流通的补偿期望就无从兑现。这种担心不能说没有道理，因此，11 月 12 日，中国证监会有关部门负责人就此向中国证券报记者发表澄清性质的谈话，明确指出外商收购国有股和法人股不能流通，《通知》解决了外商的市场进入问题，有关部门对外商收购实行的是国民待遇原则，既不会因为是外商并购而规定不合理的额外要求，也不会因为是外商并购而给予特殊待遇。《通知》的目的并非要改变国有股和法人股的非流通股性质，也没有考虑对外商受让的股份实行特殊的待遇而允许其转为流通股。这个《通知》和 QFII 的《办法》是两码事。

证监会澄清的是《通知》和《办法》的区别；

投资者联想的是《通知》和《办法》的联系；

QFII 就这样被管理层当成了利好，被投资者视作了利空，如果管理层能够和投资者换位的话，也许就不会出现十六大期间的暴跌了。

澄清并没有收到预期的效果，这该怪谁？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

QFII 为什么充满猜想（中）

QFII 公布之后，有人就问，这是一根什么样的稻草，是救命的稻草，还是压死骆驼的那最后一根稻草。

从出台的初衷看，这无疑是一根寄托着救市的稻草，而从实际看，QFII 的确成了市场逆转的另一根稻草。

其实，QFII 是一种在货币不能自由兑换情况下的有控制的资本开放，属于不成熟市场普遍采用的过渡形式，本来无所谓好还是坏，多还是空。如果硬要分个好坏、多空的话，也是有好有坏，有多有空。

好的方面，证监会在推出 QFII 的时候就说得差不多了。

最重大的意义是，首先，这标志着中国资本市场对外开放的重大突破。海外的经验表明，QFII 对完善当地的资本市场，培育合格的机构投资者是很有好处的。有人举例说，中国的台湾地区从 1983 年开始引入 QFII，20 年中引入的累计汇入的美元净额是 380 亿美元，外资持股占总市场的 90%，从而成功地解决了台湾地区的外资进入问题，加快了台湾市场的国际化步伐，而韩国股市则在引入之前持续低迷，引入之后股市暴涨，有力地提升了韩国的经济和形象。

其次，QFII 可以大大增加机构投资者的比重，改善中国股市散户居多的状态，和超常规培育机构投资市的思路相吻合。

再者，引入 QFII 有利于培养理性投资的理念。在 QFII 的规定中，所有的参与者的门槛还是相当高的，基本上是一些所谓的久经“考验”的大机构。比如，对于经营年限，基金公司要求在 5 年以上，保险公司和证券公司要求在 30 年以上，对于经营规模，实收资本不低于 10 亿美元，银行则要求总资产必须在世界排名 100 名以内，对于管理的证券资产，不管何种类型的机构都要求最近一个会计年度不能少于 100 亿美元。

因此，目前积极申请 QFII 资格的不外乎就是德意志银行、瑞银华宝、摩根大通、高盛和渣打银行及法国里昂信贷等耳熟能详的机构。QFII 的操作规定，单一的 QFII 不能持上市公司超过 10% 的股份，全部的 QFII 不能持有上市公司超过 20% 的股份，这样的要求就让 QFII

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每天必须公布自己的持仓结构，而这又将对中小投资者起到带头羊的示范作用。

还有，随着 QFII 的进入，有可能对上市公司的规范运作产生有益的影响。境外机构投资者作为上市公司的股东，必将对上市公司的法人治理结构、中介机构的责任、信息披露施加影响；凡此种种不一而足。

有利就有弊。

那么，QFII 将会给国内股市带来什么负面影响呢？

首先，提高了国际经济对国内证券市场的影响度。QFII 会根据自身需求调整投资组合，这样股价的波动幅度就会加剧。

其次，信息不对称加剧。因为无论如何对于境外投资者来讲，他们对于国内上市公司的资讯都是经过间接过滤的，而他们对国际情势的反应又比境内居民直接，这样两种投资主体在信息不对称上的差距就加大。举例来说，因为国内的宏观信息不充分开放，新闻报道存在“出口转内销”的情况，境外媒体的报道往往早于境内传媒，具体反映到操作上，板块的涨跌就会“只知其然，不知其所以然”。

再者，大规模撤资冲击的存在。外资抛股的原因有很多，投资组合的需要是一方面，国内宏观政策的判断是一方面，个股投资价值的变迁也是一方面。历史的教训告诉我们，亚洲金融风波最初的反映就在于外资大规模的股票抛售。尽管 QFII 的规定明确要求在外汇进出上要取得外管局的批准额度，但是这并不能控制 QFII 在二级市场的操作。

另外，对 QFII 不以为然的也大有人在。

复旦大学的博士生导师谢百三就是其中的一位。

谢百三认为，中国在实业领域吸引外资的政策不能简单地套用到虚拟资本市场。众所周知，在 2002 年中，由于美国经济的衰退和股市的不景气，大量国际资本流出美国，外资进入美国的数量从上年的 1200 亿跌掉了 700 多亿，而中国却依然保持着上升的势头，吸引外资突破 500 多亿，成为暂时性的全球老大。中国鼓励外商投资是因为中国需要外资推动中国经济的增长，但是 QFII 吸引的外资却有本质的不同，他们更多的是赚取境内居民的外汇，是一种流出而不是流入。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另外，指望QFII会引导境内股民理性投资也是不现实的。如果说理性投资的话，H股、B股和纽约股市的中国企业受托凭证都比A股有投资价值，外资何必舍近求远？因此，QFII进入中国市场最大的诱惑决不在利差而在价差，他们瞄准的不是投资空间而是投机空间。高盛的报告曾经认为中国只有16家公司具备投资价值，难道QFII都会投资这些股票吗？没有人相信这种鬼话。

在水皮看来，不远万里来到中国的QFII们并不是白求恩，他们来到中国的A股市场是因为这里能赚到绿乎乎的美钞，入乡随俗的规矩他们是懂的，萧规曹随的规矩他们也是懂的，"桔生淮北为桔，桔生淮南为枳"他们更是懂的，谁会成为谁的老师还不知道呢！

QFII为什么充满猜想（下）

古人曰：天下攘攘皆为利往。

这话绝对是真理，不仅对中国人适用，对外国人也同样是适用的。

QFII公布之后，声称要吃第一只螃蟹的人有，号称已经组建中国基金的有，抱怨QFII中规定门槛太高的有，但是更多的是在报章媒体开始分析所谓的QFII的择股标准。

QFII会在进入中国之后选择什么样的股票投资呢？

有人说是蓝筹大盘股。因为外资的规模不比散户、也不比境内的机构投资者，他们进来一个亿的美金就要放大乘上8倍的人民币，所谓投资的股票首先要能进得去，而且进得就像鬼子进村一样，悄悄的干活，打枪的不要，这样股价才不会被打得飞起来，也才能完成建仓行为；其次是要能出得来，该抛的时候不至于下面没有接盘，一抛就砸个底掉。所以必须是大盘股。

有人说是资源性股票。因为在外资的眼中，中国企业的经营能力和市场的开拓能力都不构成绝对的优势，都可以

实行拿来主义，制造业和服务业都如此，惟一不可替代的是对自然资源的占有，这些资源具有不可替代性、稀缺性，具有升值的空间保证，比如能源类的股票和港口类的股票，甚至像泰山旅游这类的风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

景名胜的股票。

有人说具有垄断经营优势的股票，因为垄断经营所以业绩有保证，股价波动不会太大，有利于风险控制，比如公用事业、能源类的甚至现阶段的金融投资类的公司。

所有这些分析都是以理性投资为基础的，QFII 为什么一定会理性呢？尤其在最初的一段时间内，QFII 的资金进入非常有限，很难在实际上影响一家上市公司股票的走势，坐庄的可能性微乎其微，而大家知道如果 QFII 是奉行或者说不得不分散投资的话，他们和散户的区别就不会太大，不追逐市场热点，他们一样挣不到价差。

从 QFII 在台湾的实践来看，他们的投资选择还是有些“情理之中，意料之外”的。

比如，行业投向上，根据国联证券的研究人员分析，QFII 持股比例超过 5%的个股有 104 只，占公司总数的 16.4%。塑料、纺织、运输、电子、观光、百货类上市公司的分配比率在 1／3 左右，高于平均数一倍，其中塑料和纺织是台湾的传统产业，电子类是支持台湾发展的新优势产业，观光和百货则属于第三产业。上市公司的选择一般都是行业的龙头老大，即使重仓的电子股中也绝少题材股和概念股，持股时间一般比较长。

比如，从重仓股的选择领域看，除了电子类和塑料类及纺织百货类和投资行业相吻合外，还增加了金融类的公司。从重仓股的市场特性看，偏爱“高价股、高市值股”，研究表明，以去年 9 月底的平均价计算，台湾上市公司的均价是 18.68 元新台币，平均每股收益 0.74 元，平均市盈率为 25 倍，而 QFII 的重仓股表明，其股价是 37.70 元，是均价的 2 倍还多，不过市盈率却只有 21 倍。

再比如，QFII 的持仓集中度也是相当高的，QFII 投入总资金的 40%集中在市值前 10 位股票中的 9 家上市公司，QFII 持股比例超过 10%的也就那么 40～50 家左右。

资料表明，QFII 在台湾 1991 年第一批建仓的时候，台湾市场的整体市盈率是 35 倍，和中国 A 股的市盈率相差不大，从这个角度讲，台湾的经验对 A 股市场有着比较强的先导意义，A 股中的优势产业股和行业龙头股具有比较大的机会。当然，流通市值的多少和比例也是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个不得不注意的中国国情，你不能指望 QFII 会和中国投资者一样承受非流通股转为流通股的不确定性，更不能指望 QFII 接受市场价的国有股减持，而在这种中国“特色”没有解决之前，指望 QFII 长期持有投资不是强人所难又是什么？

己所不欲，勿施于人。

2. QFII 为什么此刻登场（上）

2003 年 7 月 9 日，注定会在中国证券史上占据一个里程碑的位子。这一天瑞银华宝发出了他们在中国的第一单 QFII，从此，境外机构投资者开始正式进入了中国 A 股市场。

没有人去考证瑞银华宝的第一单 QFII 为什么选择在 7 月 9 日，而不是此前的 7 月 8 日，或者此后的 7 月 10 日。作为热衷于中国市场开放的外资投行，瑞银华宝对于中国投资者而言并不陌生。2003 年 3 月 21 日，是瑞银华宝第一家向中国证监会递交 QFII 资格申请；5 月 26 日，又是瑞银华宝成为中国证监会批准的第一家合格境外投资者；6 月 6 日，还是瑞银华宝第一批获准国家外汇管理局 3 亿美元的初步投资额。瑞银华宝在 QFII 申请过程中那么多的第一没有一点信念和执着是办不到的，野村证券也好，高盛也好，花旗银行也好，摩根大通也好，他们实际上都已经能够下单，但是他们并没有在最后的时刻和瑞银抢夺这个最闪亮的瞬间。

媒体和投资者既兴奋又失落。

兴奋的是 QFII 终于拉开演出的序幕，失落的是当天并没有期待中的行情。QFII 第一单的 4 只股票三涨一跌并没有放量，证明瑞银华宝的这一单最多具有象征意义。其中，宝钢股份收盘价 5.29 元，涨 0.95%，上港集箱收盘价 12.83 元，涨 1.18%，中兴通讯收盘价 18.46 元，涨 2.10%，外运发展收盘价 20.55 元，跌 0.15%。

7 月 9 日，上海股指的收盘是 1503 点。

在水皮看来，瑞银华宝在这个点位入市，对于中国股市而言，历史意义大于现实意义，政治意义大于经济意义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

先说历史意义。首先，这是20多年来中国改革开放在资本市场上迈出的最大一步，也是对外开放在资本市场上的表现。外资入市打通了国际国内资本市场的隔裂，从此将中国和世界更紧密地联系在一起，全球一体化将更深刻地影响到中国市场的走势，国际市场对国内市场的联动将会强化。

其次，在中国股市由政策市向机构市演化的进程中增添了新的力量。尽管QFII到目前批准的外资额度不过7.5亿美元，折合人民币不过60亿元，刚刚接近低迷的上海市场一地的市场日成交量，在讲究资金的市场中不可能起决定性作用，但是示范作用是毋庸置疑的。超常规培育机构投资者一直是管理层努力的方向。最近开放式基金的集中发行也是这一思路的集中体现，但是这个过程一直伴随着大家的质疑，国内基金公司的数量只有20多家，管理的基金也只有70余家，在主导市场投资理念和走势上心有余而力不足，随波逐流的多，特立独行的少；追涨杀跌的多，挖掘价值的少，不仅不能帮助管理层稳定市场，反而助涨助跌加剧了市场波动的幅度。尽管如此，随着机构投资的增多，机构的力量和游资的力量还是出现了此消彼长的趋势。2003年初以来，中国股市出现了少见的蓝筹股局部牛市行情，机构投资的语言权越来越大，QFII此刻加盟将强化机构市的特征。

再者，QFII的选股取向有助于降低沪深股市的投机氛围，增加投资的理性。QFII的第一单选中的4只股票，宝钢股份业绩是0.34元、市盈率不到16倍，上港集箱业绩是0.86元、市盈率不到30倍，外运发展业绩0.61元、市盈率不到34倍，中兴通讯业绩1.01元、市盈率不到17倍。这4只股票绩优不说，还分别是行业的龙头，上港集箱和外运发展市盈率虽然不低，但是谁都知道中国外贸的增长势头不可遏制，5月份的出口增幅更是达到37%，上港集箱和外运发展的增长潜力不可估量。事实上，就在第二天，市场就作出了强烈的反应，上港集箱和外运发展最高涨幅都曾接近涨停，带动了整个港口和运输板块强势上涨，即使现实意义也不能算小。当然，QFII下单并不意味着理性和投资，QFII的目标也是赢利，如果价差比利差更有诱惑，并不排除他们博取价差的冲动，QFII股票的大涨更不排除原有机构或资金的借势拔高出货。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后，帮助确认沪深股市的市场底。1500点是公认的政策底，但是这个政策底在过去的两年中曾经被多次击破，最低跌至1311点。QFII选择在上海股市再次跌破1500点之时入市，表明了一个强烈的信号，在这个点位上QFII开始建仓，而且一单就发掘了四只在次日都出现巨幅上涨的股票，充分说明沪深股市的投资价值，这既呼应了管理层的要求又稳定了市场信心，可谓一举数得。如果考虑到社保基金在这个点位入市，考虑社保基金发言人对长期投资的分析，考虑到开放式基金的集中发行，政策底和市场底的吻合可能就越来越大，QFII虽然是外资，但是讲起政治来一点也不比境内机构逊色。

QFII为什么此刻登场（下）

QFII此刻登场，除了历史意义大于现实意义外，就是政治意义大于经济意义。

什么是政治意义？

政治意义对于投资银行而言，就是要找到和管理层的共同语言，换个角度来说就是要被当地政府接受、接纳，进而能够享有公平、公正、公开的投资待遇甚至超国民待遇。具体到QFII的操作上，管理层既然推出了这项措施，那么但凡有意在今后进入中国市场的外资就应该有所响应，既然早晚要进，那么晚进不如早进，进不进是态度问题，进多进少是能力问题。

政治意义对于中国市场而言，就是意味着这个市场的安全、可靠和稳定。因为只有安全、稳定的环境才可能让投资者放心地进入，也只有进出的自由，才能保证投资者的收益。QFII早在2001年10月就有动议，2002年6月为中国政府确认，2002年12月1日，中国证监会公布QFII申请表，2002年12月19日中国人民银行发布《关于商业银行从事合格境外机构投资者境内证券投资托管业务有关问题的通知》，明确QFII托管业务申请细则。如果不是今年春天SARS的影响，QFII推出的步子可能还要快一点。当然人算不如天算，事实上QFII在SARS之后的推出，客观上又多了一层意义。

瑞银华宝可能不会想那么多，但是该作的“秀”不作白不作，该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

举的杯不举白不举，该表达的那点意思不表白不表。所以，2003 年 7 月 9 日就有别开生面的新闻发布会，就有了当着记者的面下达建仓指令的公开表演，这种表演只可一而不可再，如果摩根、花旗、野村和高盛也这样，大家就要怀疑投资银行的智商了。

那么，抛开政治意义不说，经济上就没有意义吗？

这要看怎么说。

如果单纯从投资股票的角度讲，经济意义就意味着赢利空间，赢利空间越大，经济意义越大，反之亦然。

QFII 第一单的股票中不乏高价股，如外运发展，瑞银下单时的价位已经在 20.55 元左右，从年初 15 元的价位起步上涨已经 33%，当天并没有机构跟进，因此，股价还一下跌了 0.15%，成交量只有 21 万股，第二天的暴涨才放量 290 万股，换手率不到 9200 万流通股的 3%，跟进者实在有限；又比如上港集箱，虽然 10 送 10 之前业绩高达 0.86 元，但是今年以来股价一直坚挺不受大盘影响，除权前股价已经从 15.45 元涨到 20.50 元左右，除权后又从 10.20 元起步上涨 14.11 元余，前前后后在 6 个月中已经有 45% 的涨幅。证券市场只要有交易就会有内幕，上港集箱和外运发展虽然有业绩支撑，但他们的走势证明早有先知先觉的机构资金在其中运作。QFII 第一单与其说是价值发现不如说是兑现题材，钱会有人赚，但不会是 QFII。

那么此刻进入中国的 QFII 赚什么钱？

事实上 QFII 现在只要进入中国市场，美元只要汇到账上，什么操作都不用作，立地就能赚取美元和人民币的息差，美国最近的降息再一次加大了美元和人民币的存款利息差距，美元为什么不进入中国市场保值呢？

当然，利差只是小菜，大菜则是境外机构普遍预期的人民币升值。大家知道，人民币和美元虽然没有挂钩，但是由于我们实行的是有控制的浮动汇率，因此人民币兑美元始终没有出现大幅的波动，而美元在过去的一年中至少兑欧元和日元贬值了 10% 以上，这样人民币事实上也在跟随美元同幅下贬，日本和欧盟为此多次要求中国方面采取措施调整人民币汇率，甚至不惜以中国输出通缩这样耸人听闻的言论来施加压力。另外，从统计结果看，中国的外汇储备在 2002 年底

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就达 2860 亿，今年 5 月更是超过 3400 多亿，较 3 月底激增 240 亿美元，其中四五月份的贸易盈余只占 32 亿美元，由此分析外汇的增加与资本的流入有直接关系。

人民币升值对中国经济当然不是什么好事，也未必就能拯救衰退中的日本和欧盟，但是对 QFII 就不同，如果人民币汇率在 2004 年有所放宽，那么升值的可能就极大，现在汇入 1 美元能兑现成 8.2 元的人民币，明年汇入的 1 美元可能只能兑换 7.8 元的人民币，1 亿美元相差 4000 万人民币，3 亿美元就相差 1.2 亿人民币。从长远的角度看，人民币早晚会成为世界硬通货，升值也是早晚的事，人民币在国际资本市场上会越来越抢手，QFII 此时进场何乐而不为呢？

因为有了 QFII，中国股市和世界证券市场捆绑在一起，因为有了 QFII，中国股市和汇市的关系就更紧密，国际汇市、中国股市和国内汇市的关系越紧密，资本市场上的好戏就越多，越需要投资者，尤其是中小投资者擦亮自己的眼睛，谨防上当受骗。

3. QFII 不会压迫人民币升值

事物与事物之间的联系，有因果的，有非因果的；即使是因果关系的，也有必然的，也有偶然的，但是在大多数的情况下呈现的是一种或然的状况，换成俗话讲，就是“剪不断，理还乱”。

QFII、QDII、中国股市和人民币升值这四者之间的关系就是一种或然状况，想要彻底弄清楚很难，一不小心就被搞糊涂，把因看成果，把果看成因，或许把偶然当作必然，把必然当作偶然。

QFII 和中国股市的关系是四者中原本最简单明了的关系，QFII 作为人民币不能自由兑取，外资不能在资本项目项下自由进出的替代形式，无非是开放外资进入中国股市的一条渠道，一条众目睽睽之下的渠道。外币的进出时刻受到包括和不仅限于包括央行、证监会、托管行、开办行、外汇局、交易所在内的方方面面的监视，在这种情况下，外币的进入都要提出申请和审批，更遑论外币的汇出面临的烦琐，境外的热钱通过 QFII 冲击中国金融市场攻击有管理的浮动汇率，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从而迫使人民币升值这种可能性在理论上如果还有的话，那么在现实中仅成本的高昂就注定不可能成立，是行不通的。QFII 的开放意味着中国股市得到了国际资本的增援，资金的流量是正向的，也可以看作中国股市国际化的一个过程。实践也表明，实施 QFII 的韩国和中国台湾地区，股市的反应都是正面的、积极的、向上的，QFII 的实施对于低迷了两年多的中国市场应该讲是一个重大利好。

但是，实际上，这种简单明了的关系却被人为的复杂化了。一方面股市并没有因为 QFII 而雄起，反而跌跌不休；一方面对于市场的解读出现了似是而非的理论。

这种理论认为，目前中国市场的低迷既不是市场主力不作为，也不是监管当局不作为，而是因为目前证券市场正在承担减轻人民币升值压力的重荷，犹如当年承担为国有企业"解贫脱困"重担一样。按照这种理论的逻辑解释，如果股票市场走好，就会有更多的"热钱"流入，从而形成一个股指和"热钱"的循环，股指上升，"热钱"涌入，股指再上升，"热钱"再涌入，最终倒逼人民币升值。作为理论的支持，有人透露，当时德意志银行和汇丰银行申请的投资额度分别为 2 亿美元和 1 亿美元，但最后批准的额度却均是 5000 万美元，意图就是减少美元资产的流入。

根据国家统计局公布的数字，中国 2003 年上半年的进出口贸易顺差是 45 亿美元，资本项目实际利用外资的流入是 303 亿美元，加起来是 348 亿美元，而央行公布的同期外汇储备数字则为 3465 亿美元，比上年底增加了 601 亿美元，扣除增值部分，仍然多出 200 亿美元，7 月底的数字外汇储备又增加 100 亿美元，增速没有变化，专家们估计约 250 亿美元是资本流入造成的，预期的就是人民币升值。为了保证人民币汇率的稳定，央行最近几个月吃进大量的美元，兑现成人民币约 2600 亿元人民币，造成上半年基础货币供应量快速增长，这种趋势在目前看来还会持续，从进入中国境内资本市场的境外资金来分析、既然目标是人民币汇率升值的差价，就注定了这部分资金不可能投向实业、变现容易，流动性极高的证券市场应该是他们蛰伏的最佳场所。换句话讲，2600 亿左右的人民币现在极有可能正在虎视眈眈已经被挤泡沫挤得奄奄一息的股市，行情随时有可能爆发，而行情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

爆发，对境外热钱的吸引力就更大，就会有更多的热钱流入中国，央行就要被迫吃进更多的美元放出更多的人民币。因此，为了缓解人民币的压力就必须牺牲股市的行情。

人民币会不会升值呢？

这个问题其实是不需要答案的，人民币升值的压力这么大本身已经说明了问题。人民币的关键不是会不会升值，而是什么时间升值，升多少比较合适，既体现了国富民强的真实情况又不至于对蓬勃的活力造成压抑。其实从官方的统计看，1994 年汇率并轨至今，人民币已经从 8.7 元兑换 1 美元升值到了 8.28 元兑换 1 美元，如果考虑到 1997 年亚洲金融危机人民币没有随周边国家货币一起贬值的因素，这种实际升值的含金量就更大。人民币早晚会成为全球的硬通货，早晚会成为全球的强势货币。央行的宏观调控得当，强势的人民币早晚会演绎强势美元给美国带来的利益，吸引全球资本的流入，维持经济的高速增长，从而为股市打开上升空间。从吸引外国直接投资的角度看，中国在 2002 年的 527 亿美元已经超过美国居世界第一，2003 年估计这个数字将达到 570 亿美元，从外汇管理角度看央行也已承诺在适当时机放宽因金融危机而收窄的汇率浮动幅度。

期待人民币升值的国际热钱会仅仅因为中国股市没有行情就放弃等待吗？这不是本末倒置又是什么呢？

在 QFII、QDII，股市和人民币升值这四角关系中，人民币其实是一个基础因素，因为人民币的升值，所以有股市行情，因为有 QFII 的介入，所以催化了股市行情，而至于 QDII，如果没有人民币升值的话，投资者又哪里会有境外投资的兴趣呢？

有媒体报道，香港金融财务学教授郎咸平日前呼吁央行贬值人民币 2%以此击退国际炒家对人民币的炒作，最好的办法就是人民币马上贬 2%，然后一个月后恢复现有汇率，只要拖住三个月人民币不升值，国际热钱就不得不撤退，央行才能渡难关。同时，他更指出 QFII 会加速人民币升值压力，如果人民币通过 QFII 进、QDII 出，将极大方便国际炒家套汇。

郎教授是那种属于语不惊人誓不休的明星经济学家，不知情的根本就不会想到他是在替央行献策。“QFII 进，QDII 出”已经让人晕

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

菜，而“贬值2%”简直就是无厘头，完全是周星驰大话西游的风格。

还有什么可说的呢？

4. QFII 不仅看起来很美

选美和选股本质是一样的，都是选在别人眼中看起来很美的东西，自己眼中看起来很美的东西事实上往往并不是真的美的东西，俗话说就是情人眼里出西施。

选股选自己中意的股票行不行呢？也不是绝对不行，实际上很多人已经“炒股炒成了股东”，由股民被转正成股东是没有办法的办法，原因就是选错了股票，就像生活中“找情人找成了老婆”一样。

什么样在别人眼中看起来很美呢？这因人而宜，东方人眼中的美女西方人可能不以为然，在西方人眼中标准的中国美女是小眼睛，塌鼻子，他们在中国找老婆就是照这个样子找的，因此，真正的中国美女就气得够戗，以为老外都瞎了狗眼。

其实呢？只是标准不一样而已。和西方人的生物特征相比，东方人的眼睛再大，鼻子再高也没有他们的轮廓那么鲜明，他们既然要找东方人作妻子，当然要找他们以为凝聚东方人种生物特征的对象，这是审美的差异性决定的。

中国股市 2003 年一直在震荡，年初见了 1311 点，年尾又见到了 1307 点。在全球股市牛气冲天的背景下，“唯我独熊”，熊气逼人的结果就是怨天忧人，有担心股市边缘化的，有担心中国股市失去吸引力的，有担心什么都做不下去的，全流通成了“鬼故事”，大家都被吓得一惊一乍的。可是偏偏在这种绝望的氛围中，QFII 却争先恐后拼命往上挤，瑞银华宝抢了第一单不说，事隔数月又追加 3 亿美元的申请额度，截至水皮落笔为止，申请 QFII 获准的境外合格投资者已经有整整 10 家，涉及金额达到 15 亿美元。除了瑞银华宝外，野村控股、荷兰国际、香港上海汇丰、德意志银行、花旗金融、摩根士丹利、摩根大通、高盛和瑞士信贷第一波士顿都是大名鼎鼎的国际金融集团，并非滥竽充数之辈。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

QFII 为什么这么看好中国股市呢？这就是中国人，尤其是身在中国股市的中国人看问题的角度。其实，如果我们倒过来，我们就会发现，老外也会很奇怪，QFII 为什么不看好中国股市呢？你们的 H 股涨了有一倍多，你们的 B 股都能涨 80%之多，你们的 A 股为什么就不会涨呢？

更何况，现在世界上有哪一个经济体的活力有你们中国这么强盛，能够连续这么多年保持 8%左右的增长速度？世界上又有哪一个市场像你们中国那么大，增长潜力又像你们中国那样一眼看不到底呢？你们一年又一年吸收的外商投资都超过了美国，你们的人民币又有如此大的潜在升值能力，你们的平均 A 股价格连一个美金都不到，按美国标准都属于垃圾股，我们凭什么不进场来拣皮夹子呢，难道我们是傻帽吗？

QFII 当然不是傻帽，但是他们的所作所为在很多中国投资者眼中看来充满了傻气，整个一个二百五。瑞银华宝下的第一单又开新闻发布会，又公布股票的品种，惟恐大家不知道似的，买得也不过是宝钢、中集、上港集箱等四只大白马，连黑马的影子都没找到，但是就是这四只大白马，在沪深股市的大幅下挫中显出了英雄本色，宝钢股份更是屡创新高，成了领头羊。

论盘子，宝钢的流通盘为 18.77 亿，论行业，属于中国专家眼中的夕阳产业，尽管业绩不错，但是并没有什么炒作题材。其实，钢铁产业最近几年的业绩都不错，都堪称绩优股，但是都因为盘子大而得不到有效的发掘，价值发现老也落不到这个行业的头上，就算复星高科要约收购南钢股份也不过就是一把短线行情，也没有引起投资者的高度重视。但是 QFII 的出现，改变了大家的顽固，从盘面上我们就发现，钢铁板块越走越强，连调整都是强势调整，他们已经在某种程度上成了蓝筹股的代名词，成了基金核心资产的代名词，这一切都和我们传统的选股截然不同。行情已经告诉我们，照 QFII 的标准“选美”，你才能挣钱，你才能自由自在地当你的股民，否则，只有继续当你的股东。

有个朋友告诉水皮，QFII 当初进入台湾股市的时候并没有旗开得胜，马到成功，台湾本土的庄家势力曾经把 QFII 整得没脾气，灰头

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

土脸，但是随着美元的不断“增援”，强龙终究压服了地头蛇，台湾股市终于改变了原来的投资风格，QFII 事实上成为中小投资者的风向标。

中国大陆股市会不会也有这个过程呢？

水皮感觉不会。经历了 25 年改革开放的中国股民是最懂得吸取人类文明精华的股民，更何况同文同种的同胞的实践已经给我们找到了捷径，我们根本没必要重头再来，我们很快就会适应这种变化的。

5. QFII 唱空的究竟是什么

最近围绕 QFII 的说法很多。

官方的说法是要有甄别。因为外汇管理局的官员发现有一些所谓的 QFII 获准换汇之后就几乎没有什么交易，资金就趴在账户吃利差，不作投资，很显然是在投人民币升值的机，让人感觉极不爽。因此，官方放话，今后要对 QFII 有一个选择，不能拣进篮里就是菜，在 QFII 的资金来源结构上，我们可能更欢迎有长期投资意愿的养老基金之类的机构资金，对于短线热钱不感兴趣。

民间的说法是防止阴谋。因为尽管 QFII 已经到了 15 家，批汇的额度到了 17.5 亿美金，表面上看 QFII 对进入中国市场热情不减，兴趣盎然。但是来自 QFII 的评论却让人感到很不舒服，几乎异口同声地唱空，认为中国股市在 2005 年年底之前不可能有行情。有人还拿不久前来中国讲课的罗杰斯说事，说罗杰斯也认为中国股市目前不是进货的阶段，中国股市还会调整，调整的周期要延续至今年底明年初。罗杰斯虽然只是一个个人投资者，但也是外国人，也属于 QFII。一方面 QFII 争先恐后进入中国，一方面又大合唱看空行情，这种矛盾让很多聪明的中国人一下子就看到了巨大的阴谋，QFII 是不是想唱空砸盘然后进场拣皮夹子呢？

不管官方还是民间，共同的特征就是对 QFII 充满了怀疑。这种怀疑和一年前对 QFII 的盲目崇拜相比，当然是种进步，但是这并不是等于说鬼子变狡猾了，而是我们变聪明了，鬼子还是那些鬼子，我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

却不再是昨天的我们。

QFII 是什么？说到底就是投资者，和我们最大的不同，他们来自境外，我们来自境内。他们可能武器精良、弹药充足，我们可能地形熟悉、了解情况。QFII 目前已经披露的投资，有成功的，也有失败的。失败案中又数花旗买入的 30 万股新疆屯河最为惨重。既然 QFII 是外来户，会水土不服，那么谁又能肯定，QFII 不会在唱空中国股市上也丢人现眼、摔个大跟头呢？

谁能保证？

QFII 唱空中国也不是没有道理的。按罗杰斯的判断，中国股市应该在明年才会有行情，因为现在的宏观调控真正见颜色的恐怕要到年底，那时大量的企业会倒闭，公司之间会出现大量的并购，股价也会受此影响而达到超跌的价位，那个时候建仓是最理想的。罗杰斯是一个美国人，作出这种逻辑判断是合理的，包括水皮在内的很多中国投资者实际心中也明白，在宏观调控的背景下指望股市有行情无疑于痴人说梦，但是水皮更清楚，罗杰斯描述的宏观调控的结果在中国是不会出现的。这倒并不是说中国的宏观调控会有罗杰斯们想像不到的行政色彩，而是说，本轮次的宏观调控本质上是一种预调和微调的产物，是为了保证国民经济持续稳定高速增长的产物，是遏制投资过热现象的产物。和一般的经济景气周期不一样的是，这次的调控发生在景气周期的开始，而不是结束，目的是为了拉长刚刚开始的经济景气，而不是消灭已经出现的通货膨胀。

目的不同，结果自然不同。

罗杰斯说目前没行情，但是他本人却坚持 B 股不变，并没有任何抛售的打算。水皮和他对话的时候曾经调侃过他，因为 1999 年他买入的 B 股曾经在 2001 年 B 股开放之时出现过 10 倍的涨幅，罗杰斯没有卖，不但当时没有卖，现在也没有卖，结结实实地坐了一回电梯。罗杰斯是不是有点傻？

其实罗杰斯不傻，罗杰斯无非还在等待加仓的时机。罗杰斯是这样，难道其他的 QFII 又会有什么两样吗？

调控期间没有行情是肯定的，但并不等于说股指会出现巨大的调整空间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

原因之一，中国股市目前不是处在高位而是处在低位。今年最高位不过 1783 点和历史峰位 2245 点依然有 462 点的距离，充其量处在谷底 1307 点和峰位的中间，股市本身的行情就是恢复性的。1500 点的中枢位性质没有改变，上海的市盈率平均为 26.57 倍，为 10 年来最低，已经低于 1307 点的水平。

原因之二，中国股市目前上市公司业绩正处在增长的轨道之中，这种增长势头不会因为适度的调控而发生逆转。事实上，中国经济的增速依然会保持相当的高速，这和经济衰退完全是背道而驰的。

上交所的最新数字表明，2003 年上市公司的业绩增长达到 31%，即将到来的 2004 年半年报将有望同比增长。

原因之三，宏观调控目前已经初见成效，更为激烈的金融手段恐怕不会过犹不及，相反会有缓和的手段妥善处理不良隐患，比如可能会增加的银行不良资产比例。

原因之四，尽管为了配合中小企业板的上市，扩容在短期内骤然加速，但是从全局看资金供求基本是平衡的，甚至可以乐观。机构投资者如开放式基金的力量日益庞大，QFII 的进入有增无减。场外资金虎视眈眈的场面是历次市场低迷时期都未曾出现的，这种不同本身就预示着反转随时可能发生。

QFII 唱空的又是什么呢？

是时间。

6. QDII 为什么呼声不断（上）

QDII 和 QFII 理论上是相伴而生的产物，在外汇管制的情况下，既然允许境外合格投资者投资 A 股市场，那么就可以允许境内合格投资者投资 H 股市场，所以伴随着 QFII 第一单的登场，QDII 的议论也越来越多。

议论最热烈的声音来自香港。在 7 月 10 日深圳召开的“QDII 与国际资本市场投资机会”上，香港的业内人士猜测 QDII 有可能在未

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来12个月中推出。高盛（亚洲）董事总经理胡祖六认为这种可能性系数超过50%，只要目前施行的QFII推行下来没什么问题，那么管理层就可以放心地研究有关QDII的课题。

水皮杂谈栏目7月3日发表“CEPA、SARS和QDII”，文中对QDII有过一段论述：“在2001年11月到2003年6月间，CEPA也是经历了中央和香港方面多方面反复磋商的过程，其中也不乏内地开放QDII，即开放内地资金香港炒股从而救市的呼声，支持者认为这是和QFII配套双向开放的制度安排，同时又能推动香港股市的上涨。现在看来，中央政府决不会牺牲大陆股市拯救香港股市，牺牲大陆股民而解放香港股民，本末倒置的言论是很难蒙倒决策者的。换句话说，在人民币没有自由兑换之前，QDII的可能性几乎没有，大陆的投资者不必担心资金外流从而导致大陆股市重返熊途而忧心忡忡，香港投资者亦不必盼望大陆的过江龙为港股带来什么翻腾巨浪。”水皮作出这种判断是因为CEPA，即最新公布的“内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排”中间没有涉及QDII的条文。

但是，香港从业人员显然不愿意这么看，他们认为在实践过程中，QDII可以采取类似“上有政策，下有对策”的做法，见了“红灯”可以绕开走，胡祖六针对人民币不能自由兑换的限制开出的药方就是QDII可以只局限于内地现在拥有的外汇，不涉及人民币兑换外汇再投资QDII的问题。这种分步走的方式也许会为管理层接受，而按照国内居民外汇贮备已达1500亿美元的数字，只要有10%的资金可以进入QDII机制就有150亿美元，这对香港来说就是一笔庞大的资金。

中国证券市场发育不过10年多，但是上市公司的股票币种却非常复杂。有以人民币为计价单元的境内A股市场，有以美元计价的境内B股市场，还有以港币计价的在香港交易的H股市场。在香港发行股票的81家H股上市公司中又有28家同时发行A股，中国有句老话，有道是“不怕不识货，就怕货比货”。

H股和A股的价格不比不知道，一比吓一跳，以7月10日即深圳论坛召开当天的收盘价比较：中海发展H股3.00元港币，A股5.86元人民币；上海石化H股1.70元港币，A股4.46元人民币；仪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

征化纤 H 股 1.18 元港币，A 股 4.86 元人民币；东方航空 H 股 1.06 元港币，A 股 4.39 元人民币；南京熊猫 H 股 1.71 元港币，A 股 10.67 元人民币；洛阳玻璃 H 股 1.01 元港币，A 股 5.90 元人民币；科龙电器 H 股 1.82 元港币，A 股 7.47 元人民币。H 股中价格最低的东北电气港币不到 0.84 元，但是 A 股却达 4.21 元人民币，H 股中价格最高的是青岛啤酒，H 股港币 6.50 元，A 股人民币 9.08 元，所有 24 只股票中，H 股和 A 股的折让价大多在 70%左右，最高的如南京熊猫达 83%，而像青岛啤酒这样不到 24%折让率仅此一例，其余都在 46%以上。当然，这种现象在 B 股中也一样。由于众所周知的原因，当年主要面向境外投资者的 B 股市场现在也向境内股民开放了，开放前的折让价有多大，开放后的折让价依然有多大，所不同的原来套住的是"洋人"，而现在则是中国人，之所以出现这样的状况既和 B 股市场的定位不清有关，又和这个市场的萎缩有关，尤其在 QFII 之后，更是在资金面上宣布了其存在的消极意义，A 股市场的强势龙头地位已经不可能再受到任何挑战。

既然 H 股和 A 股相比较有这么大的差价，那么根据"同股同权"的原理，同股就存在同价的可能，这样就出现了一个悬念，到底是 H 股向 A 股看齐，还是 A 股向 H 股看齐？

类似的问题在开放 B 股市场之前也存在，但是 B 股市场开放后，人们发现 B 股涨是涨了，但是该什么价还是什么价，A 股并没有出现想像之中向 B 股价格趋近的情况，也是该什么价还是什么价，A 股和 B 股还是各玩各的。

B 股的开放结果让我们大家认识到了资本市场金融产品定价规律的另一面，除了价值之外，还和市场的强弱息息相关。和 B 股相比，A 股显然是一个强势市场，B 股是一个弱势市场。自然界中，物竞天择，适者生存，股市游戏中，规则由强者制定，价格由强市说了算。

QDII 为什么呼声不断（下）

2003 年 7 月 18 日，是包括 H 股在内的国企股登陆香港股市 10 周

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年的日子。此前一日，国企股指数急升3%，一度升穿3000点，创下5年以来的新高。

3000点是个什么概念，值得香港人如此雀跃？3000点意味着不少股票伴随大市创出了新高，比如安徽海螺涨10%，收报5.4元；华能国电升8.2%，收报11.2元；中海油升4.7%，收报12.3元。当然，3000点对大多数H股而言更意味着他们向A股进一步靠拢，也意味着H股向A股看齐的趋势得到更进一步确认。

在过去的10年中，国企股指数在港经历了两次大起大落。第一次高峰出现在1993年12月，也就是上市当年，国企指数曾经高见9453点。第二次高峰出现在1997年香港回归，8月份股指曾经摸高7499点。亚洲金融风暴之后，国企指数一直备受压抑，最低点出现在1998年8月，指数只有1008点。无论是和9453点相比，还是和7499点相比，国企指数目前的高度都意味着拥有巨大的上升空间，如果有资金推动，那么这个空间就充满了诱惑，北水南调的QDII就成为香港股民的企盼。香港分析师认为，有QDII的刺激，指数有机会上升到1992年的高位。

QDII的呼声渐高，香港股市呼救声是一方面，内地人民币汇率面临的升值压力又是一方面。从上半年的数据看，国内的美元储备已经超过3465亿，同比增长42.7%，增幅比上年同期高出8.5%，而同期进出口的增幅又达39%，出口增幅虽然小于进口，只有34%，顺差虽然减少了89亿，但是还有45亿美元。

人民币升值好还是坏？不同阶段的选择是不同的。理论上讲，一个国家的币值上升是一个国家实力强大的象征，国民财大气粗的象征。1985年9月日本放开汇率，日元兑美元从250日元兑1美元升值至1996年的87日元兑1美元，升值近两倍。日元的升值使日本人“财源茂盛达三江，生意兴隆通四海”，日本国民成群结队到世界各地旅游，成为各国旅游市场的“送财童子”，西方人只要看到黄皮肤黑头皮的亚洲人招呼的第一句话就是日语，而日本财团更在世界各地大肆并购，其中美国精神文化的象征哥伦比亚影业公司落入日本人掌中更给世人以震撼，一时间大有买下全美国的可能。但是这种繁荣并没有能持续多久，很快日本人就发现自己堕入的是一个连续10年萧条

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的深渊，日经指数从3万多点的高位一路下降到8000多点，而同时间美国却经历了历史上前所未有的10年经济持续增长的新经济时代。很多日本人至今不明白，当初令他们骄傲的日元升值完全是在美国策划下导演的，1985年9月，美、日、英、法、西德密会于纽约广场饭店，签约调整美元兑日元和欧洲货币的比价，史称“广场协议”。有意思的是，要求人民币升值的始作俑者正是来自于我们这个近邻。2002年12月，日本财相盐川正十郎开口要求中国提高人民币汇率，2003年2月西方七国财长会议上，盐川提交议案，要求其他国家通过类似“广场协议”的文件。随后欧洲各国也相继发表类似的言论，很多美资投行发表分析报告，认为未来一年内人民币将升值3%左右，上周三美联储主席格林斯潘在议会作证时也提及中国人民银行维持目前的汇率水平，累积大量美元令外汇储备和货币供应均显著增长，上周四更有一批美国议员致函财政部要求根据WTO和国际货币基金组织的原则审查人民币汇率。当然，美国也有明白人，美国财政部的发言人尼科尔斯就说，不单中美，甚至各主要工业国家之间出现贸易赤字，并非市场被扭曲的适当指标，中国和美国贸易赤字扩大，部分原因是双方贸易形式有所改变，过去很多在东南亚直接出口的货物现在在中国加工再出口，从比率计算，中国对美国的贸易盈余并不算大。

尽管公说公有理，婆说婆有理。人民币面临升值的压力是确实存在的，问题是如何化解。有消息称，商务部正在同外汇管理局会商资金管制问题以促进国内企业的海外投资，未来有可能逐步放宽企业自有外汇流入国际资本市场。

资本市场是个“听见风就是雨”的地方，没有消息还要制造消息，更不用说在这种背景下听到内地的负责人士作出这样的相关评论，联想到QDII的推出就是水到渠成的事了。

但是，事实上放开企业海外投资的限制并不那么容易，在国家层面上要建立三个体系，一是促进体系，促进企业对外投资和为他们展开国际合作提供便利；二是建立保障体系，保证企业海外投资资金的安全；三是监管体系，控制资金投资海外的方向。这三个体系中，又以监管体系为最难，现在都很难做到位，决策层怎么会贸然放开呢？

QFII和QDII虽然只差一个字母，但是一个是进，我们能控制，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好办；而另一个是出，不在我们的掌握中，难办。所以，现在探讨QDII也就是过过嘴瘾而已。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保险资金谁在投资

1. 项怀诚情系中石化

中国股市多故事。

故事里的事，说它是，它就是，不是也是；它说不是，它就不是，是也不是。

项怀诚，高西庆，社保基金，国有股减持以及中石化就是一组说不清理还乱的故事。

故事之一是社保基金抢购中石化。

2001 年的 6 月 22 日是全中国的投资者铭心刻骨的一天。那天晚上，中央电视台新闻联播宣布：为了补充社保基金的缺口，政府决定即日起减持国有股，其中通过二级市场减持的部分以市场价作为减持价格。消息发布之后市场一片哗然，因为中国证券市场从一开始就存在着两种性质截然不同的股票，一种是可以流通的公众股，一种是不可流通的国有股和法人股，不同的股票各有各的价格定位，两者之间价差巨大，国有股以市场价减持必然打乱原有的市场格局和价格中枢。但是谁也想不到的是，在随后发行的巨无霸中石化配售过程中，至今没有完成入市步骤的社保基金却突然出现在机构投资者的配售行列，而且一举夺得 3 亿股的原始股，以每股 4.2 元计算，此笔投资共动用资金 12 亿多元。人算不如天算的是，中石化的开盘就跌破发行价，最低跌至 2.93 元，按票面计算，社保基金可谓出师未捷先赔钱，浮亏最大的时候达到 3 个亿，套住了全国人民的“养命钱”。不止一个人问，不是说国有股减持是因为社保基金缺钱吗？缺钱的社保基金又从哪来的闲钱投资中石化？又为什么要在大盘的下跌途中去抢中石

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

化？是谁作出投资中石化决定的？答案出现在一年后的 2002 年 6 月 23 日，俗称“6.24”行情，同样是中央电视台新闻联播宣布，国务院正式停止在境内 A 股市场减持国有股，原因居然是社保基金缺口的压力不大。一年前公布国有股减持的时候大盘在 2200 点附近，一年后宣布停止的时候大盘在 1300 点附近；一年前社保基金贸然抢入中石化惨遭套牢，一年后社保基金如何入市何时入市才开始探讨。谁能把其中的故事说清楚？

故事之二是项怀诚和高西庆入主社保基金。

项怀诚是前财政部长，高西庆是前证监会副主席。项怀诚卸任后出任社保基金理事会理事长是接他的前任刘仲黎的班，中规中矩；高西庆却是随周小川卸任证监会主席而二出证监会，换位社保基金副理事长是组织上的安置。项怀诚项部长和高西庆高主席联手入主社保基金理事会应验了一句老话，那就是无巧不成书。2001 年 6 月宣布国有股减持的那个晚上，是项怀诚在央视接受的采访，项部长把当天的消息当作利好作了评论，社保基金此后抢入中石化和项部长的判断有没有关系别人不知道，决策者应该心知肚明。高西庆作为海归人士，一向推崇境外公司的管理能力，作为副主席，高西庆参加社保基金理事会排选境内委托基金公司会议时语出惊人，声称国内没有一家合格公司，但是他绝对想不到不久他就会移位社保基金，管的还就是投资。不管乐意不乐意，他都要在国内基金公司中来一次矬子里拔将军，出了证监会却还要和基金公司打交道，高西庆心中是痛快还是别扭，只有他自己知道。

故事之三是中石化将扮演什么角色。

作为蓝筹股的旗舰，中石化其实是个相当不错的股票，利润总额达 140 多亿元，比沪深两市第二名的宝钢多出将近 100 亿元的利润，盘子虽然大一点，但每股利润平均 0.16 元，分配方案 10 股送 0. 76 元，比照同期银行利息，在 4 元附近持有中石化，资本利得超过同期存款，应该是社保基金这样的保守型机构投资者理想的品种。要说不是，就是切入的价位不当，在不正确的时间买入了正确的股票和在正确的时候买入了不正确的股票效果是一样的，都是两个字，闹心。不管是项怀诚也好，高西庆也好，他们都要解决中石

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

化的浮亏问题。于是，便有了“五·一”的秘密招标。于是就有了博时和华夏的入选，于是市场便把关注的目光投向了被交给这两个基金公司运作的中石化的走势，打开k线图，我们可以看到，中石化已经远远强于大盘，价位突破历史峰位4元关口，中石化会不会借社保基金入市的东风强势拔高就成为一个悬念。解放中石化是社保基金的心愿，是项怀诚的心愿也是决策层的心愿，否则，想起来就闹心。

2. 社保基金会不会成阿斗

“扶不起来的阿斗”典出三国后期。刘皇叔刘备白帝城托孤，托的人就是阿斗，被托人则是诸葛亮。

长期以来，阿斗在人们的心目中是一个胸无大志、不思进取的落后青年，即使有“卧龙”诸葛亮的扶助，最终都逃脱不了三国归魏的下场，实在是没有出息到家了。

其实，阿斗是冤枉的。

冤枉之一在于《三国演义》开宗明义的那句话“天下之势，分久必合”。三国归魏，用现在的话来讲是完成了祖国的统一大业，大势所趋，人心所向，这岂是区区阿斗所能阻挡的，换了刘皇叔自己也是这样。

冤枉之二在于蜀国气象在刘备后期已露败相，刘备虽为汉室之后却无皇帝之相，谁说天下非得姓刘才成呢？

冤枉之三在于诸葛亮的扶持，正因为气数已尽谁扶持都是表面文章，所以这个扶助者越有能耐反而越显出被扶助者的无能，阿斗实际上成了诸葛亮的陪衬人、牺牲品，要多冤有多冤。

现在有人却把阿斗的称号给社保基金头上安，有些分析看上去好像也有理有据。

比如，屡买屡套。

社保基金第一次入市“抢购”的是中石化，时间在两年前。至于为什么那么匆忙，临时委托华夏基金代购中石化至今还是个谜。中石

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

化是抢到了三个亿，价格是4.20元多，但是上市就跌破发行价，最低跌到2.90元，社保基金账面浮亏3个亿，即使现在，2003年7月4日的价位也不过3.80元，这还是在社保基金公开已经选中华夏和博时两家基金公司运作中石化之后。

中石化的套牢埋下了社保基金“习惯性流产”的祸根。社保基金正式入市的第一单就是认购新潮实业的增发，动用了6.2亿的资金，拿到了73万股，这个量占新潮实业增发的1.2%。6月25日，新潮增发上市就跌破发行价8.37元，7月4日收8.16元，浮亏20万；6月27日，社保基金公布又参加民丰特纸的增发，以16元的发行价配到了49.61515万股，民丰纸业的盘子并不大，只有1560万股，但是依然逃不了闻“增”而跌的下场，7月3日股价已经从17.52元跌破发行价收报15.98元。

社保基金如此热衷于新股认购又屡买屡套又可怜又可气。可怜的是抱着老皇历不放，新股不败已经成为历史，可气的是不懂装懂已经成了市场的反风向标。

又比如限时建仓。

有消息说，6家入选社保基金托管人的基金公司接到的指令是一个月内必须完成80%的建仓，消息的真假实在令人生疑。社保基金为什么要在一个月内建仓80%，是托市，还是抢货？如果是托市，那么最后还是套牢，如果是抢货，莫非背后真有诸葛亮指点？

社保基金的入市规模不可谓不大，资金量可达140亿左右，社保基金的主持人也不能说是外行，副理事长高西庆任前就职中国证监会副主席，直接参与了中国证券市场的规划和建设，现在又据传分管投资，可以说是驾轻就熟。理论上讲，社保基金是全国人民的“养命钱”，最经不得冒险的资金，如今却要跑到证券市场来刨食，这跟“虎口夺食”的区别还真不大，尤其是在我们这么个以资本价差为主要获利来源的市场，操作失误的风险就更大。社保基金小心再小心还是在一级市场上套得死死的，如果真的在二级市场真刀真枪的干，还能指望别的投资者对你手下留情，赠你送财童子吗？

但是如果就此就把社保基金封作阿斗好欺负，那么就太天真了。

首先，社保基金不是阿斗，基金公司更不是诸葛亮。基金公司在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国是被超常规培育的机构投资者，可惜的是在温室里长大的花朵经不起暴风雨的洗礼，吃偏食长大的鸟儿赶不上在旷野中觅活的雄鹰，基金公司在过去的一年中全行业亏损就是最好的证明，社保基金交到他们手上，亏损是正常的，不亏是不正常的。

其次，大势不好，社保基金难免要付出成长的代价。有人说社保基金空有资金实力，实质就像一个大散户，目前的市场风险就在于，除非你不入市，入市就会套，小散户是这样，大散户也是这样，有种你不玩，不能说小散户就是诸葛亮，大散户就是阿斗。

最后，社保基金的特点在于立足现在，放眼长远。换句话，打得起持久战，不怕打持久战，长线是金，怎么就不见得不在社保基金身上兑现？社保基金能在1500点建仓，就说明这是一个政策底，也是一个市场底，千万不要把大智若愚当阿斗。

股市上从来没什么诸葛亮，又哪来什么阿斗啊？

3. 保险资金上哪里去保险

水皮在媒体混饭吃，主营是办报，写杂谈其实算副业。媒体投资恰成这几年的热点，于是水皮和各色投资人等的交道就打得不亦乐乎，时间长了，门道就清了。别看资本大鳄财大气粗，动辄3000万、8000万的乱开牙，到头来，真要拿现金的时候，十有八九说的是别人兜里的钱。

2004年10月25日，保监会公布《保险机构投资者直接入市》的暂行规定，保险资金直接入市问题尘埃落定，面对这么重大的利好，证券市场却不买账，当天虽然高开，却以下跌收盘。

有人说，这属于利好出尽成利空，市场的下跌是因为消化了利好；

有人说，暂行规定的措辞有变化，保险资金变成了保险机构投资者，别看只有几个字不一样，但是这意味着资金的渠道拓展得太宽太大；

有人说，保险资金虽然可以入市，但是保监会规定了6类股票禁

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

止投资，照方抓药，沪深股市也就只有900家可以买卖，考虑到保险资金的安全系数，可以投资的品种范围太窄太小；

有人说，按照保险资金5%的投放比例计算，可以直接入市的资金也不过500亿左右，占沪深两市的市值不过5%，作用实在有限。

水皮暗中好笑，这保险资金入市的结果怎么看怎么像这几年的媒体投资，怎么看怎么像“雷声大雨点小”，怎么看怎么像一个故事而已。

难道不像故事吗？难道这是新闻吗？

如果要算新闻，那么9月12日证监会的孙杰说的又算什么呢？那天孙杰公开透露保险资金入市已经没有障碍了，合规资金入市马上就解决了，并且还透露专题小组指出了一个新概念，叫做长期资金，因为只有长期资金的进入才能使资本市场得到长期的发展。市场又是怎样对待孙杰讲话的？上证指数就是在第二天跌出这一轮调整新低1260点的。保险资金入市到底是利好利空早在9月12日已经有了答案。

听起来，保险资金入市会构成利空根本就是盛世危言，不过如果大家了解了保险资金在资本市场上的境遇，恐怕就能有所理解。

保险资金虽然不能直接入市，但是却一直在间接投资。

间接投资之一是购买基金。

间接投资之二是委托理财。

9月22日中国人寿宣布公司有4.46亿的国债在闽发证券的账上，而闽发证券已经被宣布由东方资产管理公司托管，中国人寿能不能如数取回这笔巨款显然已是悬疑。碰到类似情况的保险公司并非中国人寿一家，早在9月10日，中国财险就发布公告称，公司在汉唐证券账上有3.565亿的国债和5685万元的现金，而汉唐证券亦被信达资产管理公司托管，公司的资金是否能够收回也成了悬念。

其实，说悬念是保险公司的自我安慰、自我欺骗、自“愚”自乐。中国人寿和中国财险的8亿保险资金显然属违规机构债权，根本不可能有收回的可能，不如早点作坏账计提。

资本市场惦记着保险资金，保险资金也一直在惦记着资本市场，双方的如意算盘又打的如何呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2001 年中国股市创出新高，保险公司的投资分红险进入千家万户，不久市场陷入低迷，保监会紧急叫停。水皮也买了这种分红险，心中的企盼就是不要建仓，不要建仓。

投资分红险算不算保险资金？

专家说不算。说这话的专家叫郝演苏，中央财经大学保险系的主任。郝演苏不但说不算，更推论出一个惊人的发现，那就是中国保险业有 40%的泡沫，泡沫的主要制造者是中国的寿险业，寿险公司不合理的产品导向和结构决定了大量泡沫的产生。在郝演苏的概念中，投资分红险实际上就是委托理财资金，算不上真正的保费。

保监会说算。为了反击郝演苏的“泡沫论”，保监会新闻发言人袁力站出来为中国保险业辩护。明确指出中国保险业不存在“泡沫”，保费收入的统计口径，也不存在所谓的“国际惯例”，就保监会了解的情况看，国际上大多数国家也是将分红险和投资连结险收入计入保费的，国际上也不存在保障型产品饱和后再发展投资型产品的固定模式，不能因为分红险和投资连结险的保障成分较低而否定这类产品的保障功能。

袁力的批驳有些勉强，表明了保监会的态度，维护了行业形象，但是却不能消除人们由此而增强的风险意识。在眼下的中国，难道真的有比银行存款更安全的方式，如果有，保险公司拥有令人信服的投资能力吗？

袁力开新闻会的时候，正是央行公布加息决定的时候。加息，对股市不见得是利好，但对保险公司却是利好。最起码，保险资金的利息收入就可以增加一大块，最起码，投资分红险减轻了投资的压力。

股市有风险，保险最怕风险；股市有泡沫，保险最烦泡沫。如果保险的泡沫遭遇股市的泡沫，保险资金还有保险的余地吗？

保监会声称，为确保保险资金入市不出大的风险，中国保监会立足两个“防范”：一是防范股票市场大幅波动对保险业未来现金流安排带来的不利影响；二是防范保险资金股票投资过程中，因为投资决策、交易执行和风险管控等各环节中的不透明、不规范而产生的一系列管理风险。

水皮窃以为两个防范要做到位，最好的选择就是像“远离毒品”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一样“远离股市”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机构博弈谁在赢利

1. 损不足以奉有余

——杂谈“市场化”陷阱之一

身为球迷是痛苦的，眼睁睁看着第一次踏上世界杯赛场的中国队被哥斯达黎加灌了两个球而无能为力；身为股民也是痛苦的，眼睁睁看着指数日复一日的下跌却不知道救世主在哪里，身为股民的球迷和身为球迷的股民就差不多可以说是世界上最苦最难的群体了。

2002 年 6 月 4 日，中国足球队在韩国光州亮相首战惜败，新华社的前线记者发回了有关中国球迷的述评，摘要如下：

“中国球迷，也许是世界上最疵最韧的群体。尽管总也看不到自己的‘国脚’冲出亚洲，但热情不减，决心不死。尽管有时倒戈起哄，但那纯属恨铁不成钢导致的不冷静。大多数中国球迷，就像既背运又大胆的股民，不仅未作成绩优股，连潜力股也没抓到，满手的垃圾股，亏大了却还在四处筹资不断投入。中国球迷日复一日，年复一年透支着热情和信心，实在可算是最大的投资者，而中国足球实在可算是回报率最低的‘产业’。当然球星们自己的回报率是相当不错的。”

这是在说球迷吗？如果是的，那只能说，球迷和股民的命运怎么就那么像呢，不是难兄难弟又能是什么？

也许是为回应，2002 年 6 月 5 日，上证指数大跌 28 点，跌幅接近 2%。

中国的股民实在可算是最大方的投资者，中国的股市从整体回报而言已经没有产出，惟一有收获的可能就是圈钱圈得连东南西北都分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不清的上市公司了。

经历了将近40%调整的中国股市已经到了必须休养生息的阶段，但是连续的大密度的扩容为这种调养蒙上了不大不小的阴影。于是停止增发的呼声越来越强烈。

水皮感觉这是目前切实可行的救市方案之一。

理由之一是可以为扩容分流。既然有那么多亟待首次融资的公司都在等着上市，为什么不把有限的机会让给他们？

理由之二是可以遏制上市公司的圈钱冲动。青岛海尔去年刚增发完，今年又提出25亿债转股的方案，好公司尚可如此，遑论其他？

理由之三是可以尽快调整股市结构。不可否认新上市公司为沪深两市的市盈率作出了巨大的贡献，没有新股上市的深圳市场在巨幅下跌之后市盈率居然达到140倍就说明了这一点，而反过来理解就是已经上市的公司不但不在创造价值，反而在消耗资本市场的资源，停止门槛极低的增发可以促进新陈代谢。

再融资的政策从理论上讲是没有错的，以增发替代配股从市场化的角度而言也可取，但是考虑到中国上市公司的质地和他们的信用，具有行政框架的配股政策多少还能起到防火墙的作用。

损不足以奉有余本来是资本的特性，可惜，我们面对的是一个完整的市场吗？

2. 机构投资与民争利

——杂谈“市场化陷阱”之二

2002年6月6日新华社记者发出一条通稿称，中国经济开发信托投资公司与“银河证券”签订了转让合同，有偿转让其持有的大成基金管理公司股份。

中国经济开发信托投资公司就是在中国证券市场上呼风唤雨的超级大机构“中经开”，而大成基金则因为在2001年持有重大问题股东方电子和银广夏而令人侧目，“中经开”是大成的发起人之一，除非有重大变故断然不可能将手中这块蛋糕拱手相让，所以新华社记者在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通稿中耐人寻味地说，目前业内频传中国银河证券将接管“中经开”有关业务，相关手续正在办理之中。

熟悉中国金融业和新闻业操作惯例的人都知道，“中经开”玩完了。

这种猜测很快就在第二天得到了印证，路透社在7日的消息中说，中国人民银行宣布鉴于“中经开”严重违规经营，决定撤销该公司，并停止其除证券经纪业务以外的其他一切金融业务活动。路透社发的不是小道消息，而是刊登于金融时报的公告，由央行组织的清算组已经对“中经开”进行清算，且经中国证监会批准在清算期间，“中经开”下属的证券营业部交由银河证券托管。

“中经开”并不是中国证券市场垮台的第一个超级机构，在此之前还有号称证券王国的万国证券和君安证券，前者在1995年“327”国债风波中破产，后者在1997年大牛市后崩溃，原因都是一样的，违规经营。要说人算不如天算的是，当年“中经开”靠“327”事件逼万国证券违规“自杀”，现在也因同样的原因殊途同归，历经四川长虹转配股、“327”国债期货、东方电子和银广夏造假等事件后，“中经开”应验了一句老话，“多行不义必自毙”。

有意思的是，“中经开”被撤消的消息是外电发的，而就在同一天，中国证监会主席周小川刺激股市的利好讲话为各大媒体大登特登，周主席的措施之一就是继续大力倡导机构投资者。

在管理层的指导思想中，机构投资者要比散户要有理性，抗风险能力也强，是稳定市场的基本力量。在发达国家，特别是美国市场无论是从投资者的绝对数量还是资金都是机构占据绝大优势。因此，大力倡导机构投资者也是和国际接轨的一种选择。

但是，10年中国股票市场的实践表明，这种指导思想在理论上是可行的，在实践中未必能如管理层的愿，不少人忽略了机构投资者对于市场稳定的负面影响，最近的事例当然是“中经开”。而为大家关注更多的则恰恰是近年来发展的封闭式基金的种种违规，这种违规的普遍性和顽固性甚至让证监会基金部主任张景华都只能仰天长叹“十声呜呼”。

张景华的无奈说明了什么呢？说明了管理层实际上对自己大力倡

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导的机构投资者在监管上的无可奈何，而约束上的无可奈何会导致什么呢？答案是不言自明的。

水皮一直对所谓机构投资的资产属性迷惑不解，因此对他们的诚信和道德自然就没有信心。事实也证明，这些所谓的机构除了在新股发行的认购上靠优惠政策或违规操作与民争利之外，投资水准根本就不及一般散户。

也许，在现阶段，缺少几个像“中经开”这样的机构，无论对谁都是一件大好事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中介机构谁在操纵

1. 期交所为什么上调保证金

水皮不当家，所以不知道柴米贵，自然对于粮油的调价也没有感觉，直到有一天为儿子去早点铺买鸡蛋灌饼才知道，小小的一个鸡蛋灌饼价格已经从1块钱一个涨到了1块2角钱一个，尽管小老板有点不好意思，一边收钱一边承诺只要粮油落价就马上恢复原来的价格，水皮还是知道该来的还是来了。

所有的一切，其实早就在期货市场上反映出来了，大豆就是这样。在大连交易所上市的大豆交易价格，因为与世界最大的农产品期货市场——美国芝加哥期货交易所的价格趋同并相互影响，被业内人士称为“大连价格”。这个“大连价格”自2002年4月以来，一路狂涨，涨幅已经超过70%，5月合约最高价3499元/吨，接近历史最高位的3749元/吨。在这个过程中，大连所的大豆多方一路逼空，国家有关部门一度投放20万吨国储豆平抑市价，但是均无功而返。

大豆期货为什么会如此抢手呢？国内大豆现货果真像1995年和1996年间那么短缺吗？

统计表明，2002年中国进口大豆的数量是130万吨，2003年1～9月份中国进口的大豆数量已经超过1700万吨，全年预计超过2000万吨。由于榨油业的利润丰厚造成国内加工业能力急剧膨胀，回过头来对进口的要求急增。与此同时，作为主要进口地的美国大豆连续两年减产，2003年估计总产仅为6716万吨，美国芝加哥大豆一月合约仅10月份就上涨354元/吨，上涨幅度为17.14%。大连大豆期货毫不示弱，持仓量最大的5月合约18个交易日中从2900元/吨上涨到3409元/吨，涨幅同样超过17.55%。如果考虑对大连大豆成交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量已经相当于芝加哥大豆交易量的23%、日本东京谷物所大豆成交量的7倍，那么就不难理解这种逼空行情的凌厉了。

期交所大豆行情的火暴造成了现货市场什么结果呢？2003年国内大豆的播种面积增加了5%，但是依然发生了货商因为产地价格翻倍接近1.5元／斤而集体退出市场的事件，结果由于芝加哥大豆继续看涨，豆民憋价惜售，使东北新豆收购价在每吨2600元一带徘徊观望。

表面上看，由于大连和芝加哥的联动，由于期货和现货的相互影响，大连所的大豆行情是正常的，也是符合期货交易规则的，期货交易的功能就是为生产者提供套期保值，为投机者提供套利机会，期货交易的过程是一个价值发现的过程。但是在实际交易的过程中并没有这么简单，因为毕竟大多数的交易不是以现货交割为目的的，大多数的交易最后以平仓对冲了结，大多数的交易说穿了就是一种金钱的游戏，如果风险控制失当，就会演变成一场金钱实力的较量，一种搏偿，这种情况已经一再发生。更有业内专家指出，所谓中美价格联动其实还有深层不为人知的背景，中国大豆的质检证书的发放是有控制的，有节奏的，但是这种规律现在已经反过来为国际炒家所利用，每当有关部门即将发放质检证书拉开进口大门的前夕，芝加哥大豆就会被人为地推高，而期货交易价的推高必然影响实际进口的价格，实际进口价格的居高不下又封死大连大豆的调整空间，实际上国际大豆的供应量由于巴西、阿根廷连年的增产，即使美国减产也是基本能满足需求的。

大连大豆的行情是这样，上海期货交易所天然橡胶合约和郑州交易所强麦硬麦的交易合约也大同小异，比如天然橡胶5月合约上涨3940元／吨，涨幅为29.78%，郑州硬麦的涨幅也达27.22%。正是在这种背景下，证监会要求三大期交所采取风险控制措施，把相关交易品种的保证金由5%提高到7%。

无巧不成书的是，就在保证金新规实施的11月5日，美国芝加哥大豆合约居然戏剧性的跳水，持仓量最大的一月合约暴跌4%，而大连大豆更是以跌停价3348元／吨开盘以跌停价收盘。证监会的规定早在10月31日就已经昭示全球，5日的暴跌是美国影响了中国，还是中国影响了美国，谁能说得清楚呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最大的巧合还不在期货市场。关注中国股市的投资者会发现，2003 年来一直视期货、H 股和 B 股等资本市场火暴行情于不顾而“一意孤行”与熊为伴的沪深 A 股，在进入 11 月份之后一反常态居然迎来了开门红，居然在此前的一日也就是 11 月 4 日放出了 240 亿的巨量，居然出现了盘中摸高 40 多点的行情，这是不是先知先觉的期货投资者杀的回马枪呢？

资本市场的资金都是逐利的热钱，哪里有机会就往哪里流，同样哪里有风险就从哪里撤，听证监会的话就是响应管理层的号召，不听证监会的话就是和自己过不去，大连大豆今天仅仅是转势的第一天，如果你知道由于美国大豆的上涨将使中国多付出 10 亿美元，那么你就知道期货的价值发现功能是完全有可能被人为地演变成泡沫，而泡沫的破灭决不仅仅在一天。

“327”国债期货风波后，中国股市曾经发生过剧烈的“5·18”行情，历史常常有惊人的相似。

2. 港交所为什么恼羞成怒

中国股民都知道，上市公司的发行权掌握在中国证监会的手中，尽管现在由审核制替代了额度制，但是说话算数的就是证监会。

中国股民，确切地讲，中国内地股民习以为常的事，香港股民却未必知道。股市历史比沪深两地要长的多的香港，上市的职能却是在港交所，但是最近却面临着和内地“接轨”的可能。有意思的是，这种“接轨”并非是香港证监会有“收权”的动机，而完全是来自于专家小组的报告建议，香港政府财政司极有可能接受这种建议。

为此，港交所的两位董事不惜以“辞职”相抗争。

候选辞职董事之一是港交所的主席李业广。在日前李主席致财政司司长梁锦松的信中，李主席以强硬措辞反驳专家组的报告和建议，并警告在未有周密考虑的情况下贸然实施有关建议，可能对香港市场的竞争力构成严重伤害，认为如果不作公众咨询就把上市职能转交证监会有违“法治精神”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

候选辞职董事之二是创业板上市委员会主席罗嘉瑞。罗嘉瑞是港交所的非执行董事，目前已经辞去前职并表示拒受政府委任的新职。罗嘉瑞在辞职函中称，他本人一直信奉“披露为本”的监管哲学，并多次倡议加强执法方面的法律支持，以及让投资者寻找补偿的措施，香港市场应该吸引更多公司上市以扩大规模。但是由于上市职能转变以后，这种“披露为本”的监管理念就会发生重大变化，取而代之的将是更多的管制，在这种管制面前，香港市场的发展就会受到影响。

一个上市职能的转移为什么会受到港交所如此大的反弹呢？这在大陆股民看来有点不可思议，问题真的有李业广和罗嘉瑞所说的那么严重，需要那样“上纲上线”吗？

大陆的股民当然不知道，港交所的代号是三八八，港交所本身也是一家上市公司，港交所在过去的两年中一直身陷所谓“利益冲突”的争论中，港交所遭受批评最多的就是为了追求赢利，批准了太多的劣质小型公司上市，港交所的“创业板”被专家报告批得“体无完肤”。

李业广和罗嘉瑞感到气愤的是，如果转移上市职能是为防止利益冲突，那么证监会接收权力后将同时具备制定规则、执法、检控及裁决职能，同样内部难免会出现利益冲突；至于创业板被批得“体无完肤”则更属冤枉，理由有三点：一、创业板在政府鼓吹下成立，目的是为了方便规模较小的公司融资；二、投资者清楚地知道创业板属“买者自负”的市场，所以问题并不在于谁执行有关规定，而在于催生该市场的公共政策有没有变化；三、创业板的公司表现并没有比其他市场差多少，50％的企业还有利润。

李业广和罗嘉瑞的抗辩有道理，但是港交所现在的监管问题就更大，2002年11月底的一天，成都商报的记者告诉水皮，四川在香港创业板上市的新医药当天的收盘价是1分钱，而上个交易日还在1港元以上，就是因为公告准备以1.17元的价格再融资3290万港元就遭遇“见光死”的厄运。水皮杂谈栏目此后发表“板子该打在谁的身上”一文，直指港交所这两年在创业板市场上监管不力，导致大量内地民营企业“曲线救国”变相上市，道德风险完全失控。谁是新医药暴跌的元凶？文章说“是集体无意识”，那种内地民营企业被妖魔化

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之后的集体无意识，任何来自民营上市公司的消息和公告都被误读和夸张其负面影响的集体无意识，那种对民营企业无法无天、无法实施监管的恐惧。这种恐惧并不仅仅因为欧亚农业而产生，事实上内地民营企业的“曲线救国”模式就注定了香港创业板的道德风险，公司在内地，公司注册在百慕大或其他鬼都不知道的英属海外飞地，公司上市地在香港，中国证监会只备案或根本就没备案，港交所除了相信上市公司自述和中介机构的保证，还能如何确保对上市公司的监管？处在无政府状态下的上市公司遵纪守法是应该的，坑蒙拐骗或欺诈包装却无法惩处，这种监管和没有监管有什么两样？

事实上，这种监管欺骗性更大。

香港创业板开设的基数是 1000 点，现在的点数在 108 点，创业板会成为港交所的“滑铁卢”，港交所因此被“削权”，个中缘由难道不值得我们身处大陆的同志们警醒吗？

3. 毕马威为什么会翻船

毕马威在中国当被告，开创了中国证券市场的三个第一：一是中介机构会计师事务所在证券民事赔偿案中首次成为被告；二是境外机构在此类案件中首次成为被告；三是国际著名的“五大行”首次成为被告。

毕马威当被告，既在意料之中，亦在情理之中，只不过因为事情来得突然，故而给人有新闻的感觉。

为什么说在意料之中呢？

因为在去年 9 月份财政部对锦州港作出行政处罚并处 10 万罚款公告之日，充当锦州港 B 股年报审计的毕马威就被推向了前台。财政部认为锦州港在 2000 年及以前年度多确认收入 3.6717 亿元，少计财务费用 4945 万元，少计主营业务成本 780 万元，多列资产 1.1969 亿元，也就是说锦州港的财务报表做了“假账”，锦州港的假账最早可以追溯到上市前的 1996 年，这说明在上市时的信息披露及上市后持续的信息披露中都存在着虚假陈述行为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

锦州港披露受到财政部查处的时间在2002年10月22日，处罚的力度相对比较温和，认定的措施也留有很大的余地，只是说锦州港的计账违反了《会计法》并要求限期整改，并没有对锦州港的违规作出是否主观故意的定论。但是早在此前，上海国家会计学院的学者化名“正草”就已经在网上对锦州港的年报作出质疑并且明确指出为锦州港B股上市以来一直承担该上市公司审计的毕马威难逃其咎，而为了能够“大事化小，小事化了”，毕马威正在动用所有的资源展开危机公关。

但是，如果没有最高人民法院的《1·9规定》的话，毕马威还不会这么快就被投资者徐倩送上被告席。导致毕马威当被告的《1·9规定》中明确：包括财政部、其他行政机关以及有权作出行政处罚的机构公布的对虚假陈述行为人作出的处罚决定，以及人民法院认为虚假陈述行为人有罪作出的生效的刑事判决，均构成法院受理此类案件的前置程序，而此前高院公布的《1·15通知》所规定的前置程序只有中国证监会或其派出机构公布的对虚假陈述行为人作出的处罚决定。《1·9规定》还明确划定“证券发起人、控股股东等实际控制人、发行人或上市公司、证券承销商、证券上市推荐人、会计师事务所、律师事务所、资产评估机构，这些单位负有责任的高管人员或者直接责任人，以及其他作出虚假陈述的机构或者自然人都可以在此类讼诉中成为被告。”锦州港已被财政部处罚，会计师事务所又是可以成为被告的机构，毕马威想不露脸都不行了。

当然，这个脸就露得太难堪了。

其实，来自上海的原告徐倩也就买了2000股锦州港B股，全部的损失按其自述也就1880.33美元，折合人民币15587.44元，而且其中还包括了投资差额的损失，印花税、佣金以及利息，令人不解的是，毕马威为何不愿调解了事，非要让徐倩把自己告了才舒坦。

曾几何时，“五大行”在中国境内如日中天，不仅通吃全部中国B股和H股的审计，而且还差点通吃中国境内上市的金融机构的双重审计资格，要名有名，要钱有钱，名利双收不说，一不小心差点还在中国搞出个垄断暴利行业来，如果不是安然和世通及施乐的丑闻一举击垮所谓“五大行”的声誉，安达信、安永、普华永道、德勤，包括

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

眼下的毕马威，又有谁会对他们的职业道德发生怀疑呢？本土会计师事务所呼吁中外一视同仁，取消歧视政策的声音又怎么会被管理层听进耳朵里去呢？在“崇洋”得近乎“卡通”的个别海归人士眼里，这一切不是天方夜谭，又能是什么？

有些事情，做起来难为情；

有些事情，说起来都难为情。

改名毕博的毕马威，你真以为穿上一件马夹，大家就认不出你来了吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国股市生物链之四：

券商

券商是资本市场的中坚、桥梁，没有他们承销，上市公司上不了市；没有他们经纪，投资者无法进行交易。

投资券商曾经成为上市公司的热门选择，但时至今日，昔日热门的股权已经变成了人见人怕的“烫手山芋”，一而再，再而三的全行业亏损已经使券商成为名副其实的高危行业。万国垮了，君安垮了，南方垮了，中经开垮了，闽发证券也垮了。水皮曾经说过，一次大行清消灭一个大券商，2004年的事实却告诉我们，在没有行情的年份里，一次消灭的券商不是一个而是，8个。

券商的问题形成，既有历史的，也有现实的。挪用客户保证金，违规自营，承销股票销成大股东无一不是券商的死穴。说来说去，券商还是没有找到安全稳定的赢利模式。

券商如今在股市的生物链中只能扮演残狼的角色，叼一口迷途羔羊而已。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谁是券商的救世主

1. 券商有泪不轻弹

现在但凡是个聚会都被称作峰会，证监会开个综合性券商座谈会，到了媒体的嘴里，这个会就变成了券商峰会。

券商开峰会对于市场当然就是大新闻，峰会怎么开，会开出什么名堂都成了大家关注的焦点，各种各样的猜测文本在圈里圈外流传，大大小小的机构和散户都抻直了脖子恨不得能把耳朵送入警卫森严的京西宾馆。

在水皮看来，峰会这个叫法本身就有点不伦不类，期望不伦不类的峰会会解决什么问题的想法也是不伦不类的，多少有点病急乱投医的味道。

为什么这样说呢？

首先，这就是个座谈会。出席的只不过是部分券商代表，规格和程序上都不能和每年初召开的证券和期货业全国工作会议相提并论。会议的性质类似领导听取大家的意见，七嘴八舌，是一个民主的过程，而不是一个集中的过程，就是涉及一些法律法规也是征集修改意见。当然，座谈会的质量取决于与会代表，如果大家言之有物又情真意切就极有可能感染了管理层，影响管理层，让管理层跟着券商的思路走，这种可能性不到50%。

此为不伦。

其次，这又的确不是一个普通的座谈会。这是一个证监会主席尚福林履新以来召开的最大的券商座谈会，是一个券商们在经营陷于绝境的特殊时期召开的座谈会，所以参加的代表级别肯定低不了，不是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

董事长就是总经理，不是总裁就是 CEO，这样的规格并不是一般的商业性“峰会”所能奢望的。因此从这个角度讲，把座谈会升格成“峰会”也有道理。

此为不类。

不伦不类的“峰会”最不可能出现的是什么情景呢？最不可能出现的就是高亢激昂的宣言，故作幽默的演讲。不伦不类的“峰会”最可能出现的是什么情景呢？最可能出现的就是愁眉苦脸的诉苦，声泪俱下的恳求。

最可能的情景实际上就是“峰会”的主基调。

“苦不苦，想想红军二万里；累不累，问问铁人王进喜。”券商们的苦，只有自己能体味。

股市没行情，自营盘被套牢，这是苦；

成交不活跃，经纪业务下降，这是苦；

央行“5 号令”，保证金吃不到利差，这是苦；

新股发行少，承销费挣不到，这是苦。

这么多苦表现在数字上就是收入的下降。最新的统计说，2003 年上半年券商的收入同比下降了 10%还多，而去年又是什么年呢？去年证券业按利润总额计算亏损已经是 26 亿元，亏损券商高达 51 家，行业亏损面由 1.1%扩大到 45.5%，可以说 2002 年就是券商的全面亏损年，今年的收入比去年更少，今年的日子还是人过的日子吗？

券商的苦，最大的还在于“哑巴吃黄连”，有苦说不出。

不良资产超过 600 亿，这个说不出口；

2001 年增资扩股的蜜月期没过完，新股东就争着往外卖股权，朝阳行业转眼就成了夕阳行业，这个说不出口；

股票可以质押贷款了，但是银行强制平仓了，这个说不出口；

委托理财，帮人家把资产理成了负资产，自己资不抵债，这个说不出口；

新股发行多了有压力，不发行没有承销费，承销商发股发成大股东，这个更说不出口。

有人说，券商苦，苦就苦在融资渠道不畅，所以应该允许券商发债，这样券商就有了增量资金，就能自救，就能解决历史遗留问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

水皮说，这是错把现象当本质，本末倒置只可能缘木求鱼。

券商缺的不是钱，券商缺的是变现的机会，哪个券商手中没有一大把股票，哪个自营商手中没有几个重仓股？没有变现的机会，对于券商而言自救只会套得更多，赔得更惨；没有变现的机会，对于券商而言发债就是饮鸩止渴，不能自拔。

水皮杂谈“中国股市10万个为什么”开篇就是“晴雨表为什么总失灵”，指出一个现象，那就是股市行情与宏观经济背道而驰，SARS之后关心中国经济的专家开始讨论的话题是经济有没有过热，而投资者忧虑的则是为什么股指连1500点都守不住，为什么有80%的股票达不到股指的平均水平，换句话说，只有20%的上市公司的股价出现上升的空间。

这个矛盾也许正是问题的关键。股市的基础是什么，股市的基础是上市公司，行情的基础是什么，行情的基础是价值发现。80%的上市公司没有价值发现的基础，甚至如南航这样当年亏损创造条件也要上的公司也如期IPO，我们这个市场又从那里产生什么行情呢？

没有价值发现的“基础”都是由券商们一手“炮制”承销发行的，现在券商们品尝的正是当年自己栽下的“苦果”。

“男儿有泪不轻弹，只是未到伤心时”。

“弹泪”有用吗？如果没用，不如不弹。

2. 券商发债能拯救谁

中国是个组织型的国家，无论是谁都能在这个社会中找到自己隶属的组织，券商也一样。

因此，当券商们的增资扩股由好事变成坏事之后，当券商们的股票抵押贷款变成银行的清仓品种之后，券商们就只有去找组织哭诉，于是，便有了令人充满期待又不无失望的券商座谈会；于是，便有了2003年8月29日证监会主席签署的15号令；于是，券商发债终于成为了现实；于是，沪深股市闻“债”起舞走出了久违的大阳线。

券商发债能拯救谁呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券商发债在水皮看来，一拯救不了券商，二拯救不了市场。

先说为什么拯救不了券商。

首先，券商们的困境并不是因为缺少资金造成的。不管是当年挪用客户的保证金也好，也不管是委托理财也好，券商之所以会捅下亏损的黑洞，并不在于没有资金做自营，而恰恰在于手上的资金太充足，一旦方向做反，透支的魅力瞬间就变成可怕的魔力。资本市场是个利令智昏的市场，粗放的经营只会无尽地放大这种风险，而中国的券商正陷在违规违纪的泥潭中不能自拔，连粗放经营的层次都谈不上。这就是为什么两年前券商的增资扩股会成为投资热点而两年后却成为无人问津的冰点的重要原因。

其次，券商发债的规定排除了绝大部分券商“搭顺风车”的可能。无论是净资产 10 个亿以上的规模要求，还是最近一年必须赢利以及最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年利息的赢利要求，都意味着券商发债体现的扶优抚强的政策导向。这既是证监会的谨慎，又体现了这个行业的风险，同时这更意味着那些陷入经营困境的小券商、那些最渴望资金的小券商面临的最终是破产被兼并的命运。

再说为什么拯救不了市场。

原因之一在于这个市场的低迷并不是因为券商缺乏护盘资金造成的。尽管证监会对 7 月份股市新增开户数出现负增长作出了澄清，但是股票持有的集中度上升却是不争的事实，而且随着机构投资者的增加，散户开户数的增长也会出现滞涨的情况。从长远的角度看，随着 QFII、社保基金、保险基金的进场，沪深股市的资金供给还是有保证的。

原因之二在于与这个市场的低迷和有限资源的错误配置有关。不该发行的公司上市了，不该发行的基金发行了，市场的资金被误配到了不该拥有者的手中，市场交易的成本变相上升。于是日益警觉的投资者理性成分像泡沫一样膨胀，对于上市公司的增长业绩或视而不见或不以为然，导致业绩和股指出现背离走势。只要这种误配一天不消除，那么这个市场就会永远戴着脚链跳舞，投资者的信心就不可能完全的恢复。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券商发债让人想起了那首动听的歌谣："世上只有妈妈好，有妈的孩子像个宝，扑进妈妈的怀抱，幸福忘不了。"

有组织的券商就像有妈妈的孩子一样幸福。

3. 券商的救命稻草是什么

温家宝总理讲话之后，市场人士一直在等待所谓的实质性利好，如果说类别股东表决机制是一个长期利好的话，那么券商融资的放开就应该是一个短期的利好。

问题是，什么时候放开券商融资的渠道。

什么时候？

就在近期。

为什么这么说？

之所以这么说是基于一种最简单的判断，温总理言而有信，"言必行，行必果"。这个果是什么呢？这个果就是资金，就如血液之于人体，资金对于股市而言，就是股市的血液。钱不是万能的，但是，没有钱是万万不能的，生活尚且如此，又何况资本市场呢？市场走势由什么决定？由供求关系决定，暂停新股发行是关紧融资的龙头，可以在短时间内暂时稳定市场的平衡，但是要从根本上保持融资和投资的动态平衡，就必须放开资金入市的渠道，松开资金的龙头。明白了这个道理，我们就会发现，现在这个市场中谁最缺钱？基金不缺钱，资金的规模已经3000亿，几乎占到了流通市值的1/4。如果把1471家上市公司合并成一个超级大盘股的话，以基金3000亿的能量已经达到了坐庄的最低限度，也就是说，如果把公募基金转换成私募基金的话，这个市场已经被炒翻天了。散户不缺钱。尽管大量的投资人在最近的熊市中深度套牢，但是由于我们有着大量的"时刻准备着"的未来投资人，因此，投资者的队伍在不断的扩大，已经到了7100万户。老散户被套牢了，新散户又加盟。何况，大多数散户投入股市的钱是自己的钱，不怕套，不像委托理财那样有压力。缺钱的不是别人，恰恰是券商。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面临先救命还是先治病两难选择的也是券商。

上证指数跌破1300点之前，证监会监管部主任谢庚在深交所召集券商座谈会，征求券商的意见，话题就是救命还是治病。谢庚当时在会上的表态被以讹传讹、传成“政府不再救市”，引起恐慌，水皮专门为谢庚辟过谣，同时也提出反问，管理层是否真的幼稚到在治病和救人之间还要犹豫，如果人都死了，还治谁的病？

道理是抽象的，具体到券商的问题就没有那么简单。此前，业内盛传23家券商已经资不抵债、技术破产。而陷入困境的则不仅仅是23家券商而是整个行业，海通的老总根据当时的成交量估算，全国的证券营业部连维持费用都拿不出来，更不用说自营的损失有多大。券商的收入在前几年是令人羡慕的，现在有的经营部老总一个月才拿几百元的待岗费，上海的财经媒体招编辑记者，报名最多的是券商的研发人员，曾经有年轻的券商操盘手打电话给素不相识的水皮要求帮找工作，水皮更曾经亲眼目睹参加上市公司挂牌仪式的券商董事长为节省差旅费千里迢迢坐火车上深圳的情景。种种迹象表明，券商靠自身的力量已经很难再站立起来，即使股市有行情，也是远水解不了近渴，的确到了喊“救命”的时候。当然，券商捅下的窟窿也不小，否则也不会有人出馊主意，问题券商的保证金按比例返回而不能全部变现。这是指救命。俗话说，救得了一时，救不了一世。券商之所以会病入膏肓，原因是多方面的，最根本的当然在体制，在于系统。中国股市承担了为国有企业解贫脱困服务的宗旨，券商作为市场的一员为此同样付出了代价。

代价之一是包销，上市公司只要过会就能上市，好赚8%的承销费，券商们各展绝技不惜代价，各种合理不合理、能答应和不能答应的条件都得应允，行情好的时候皆大欢喜，行情不好的时候，券商就吃不了兜着走，南方证券包销帝贤B股99%的股票，不少券商都包销成了大股东，真是机关算尽反误卿卿性命。

代价之二是自营，中国股市长空短多的周期决定自营盘的赢利难度越来越大。炒股炒成股东已经成为大部分券商的烦恼。

代价之三是挪用。挪用客户的保证金，挪用国债回购的资金。管理层对此不是不知情，但是每每手下留情，指望券商能自查自纠，结

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果是养痈遗患。

代价之四是委托理财。券商创新一直是业内的话题，怎么创新？集合理财行不行，如果不行，怎么看待委托理财给券商留下的创伤，怎么看待德隆系券商委托理财失败的必然性？

代价之五……各种各样的代价加起来，就出来了一个数，600 亿不良资产就成为代价的代名词，这是指治病。

要治病当然得救人，救人的目的还是为了治病。谢庚问先救人还是先治病，表达的是一种担心，救命有政府，治病要靠券商，救命有人喊，治病没人管怎么办？救命的钱又被病人挥霍了怎么办？病人如果光想救命不想治病，这样的病人岂不成祸害？

券商喊救命并非始自今日。一年前的 2003 年 8 月，尚福林在北京召开券商座谈会就是券商集体喊救命的时刻，喊的结果是券商发债成为了现实。但是券商发债并没有能救券商的命，因为尚福林规定了一个导向，既不扶大也不扶弱，而是扶强。发债的底线是资产 10 个亿以上，最近一年必须赢利，最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年利息的赢利要求，这等于划定了一个门槛，绝大多数等待救命的券商只能望债兴叹，很有点马太效应的味道，愤怒的券商会后就开始拱尚福林下台。谢庚在深圳的座谈会也同样令券商绝望，愤怒的券商便歪曲政府不救市达到逼宫的目的。

如果 23 家券商破产，市场会是一种什么情形？

首先会发生保证金的挤兑。开户的股民会想尽一切办法取回自己的资金，而绝大部分券商不具备即时即付的能力。这会导致社会动荡。

其次会发生资金链断裂。券商和券商之间，券商和机构之间，券商和银行之间的债务剪不断、理还乱。大批券商的死亡，处置不当会引发金融震荡。

再者会发生恐慌性崩盘。券商手中的股票面临变现的压力，为了自救自赎，就有不计成本抛售的动力，庄股跳水只是一方面，价值中枢的下移是另一方面，大盘暴跌又会引爆诸多历史遗留问题，局面会面临失控的风险。

所以必要的救命是没有办法的办法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

历史上券商曾经成为增资扩股的宠儿，历史上券商曾经受惠于股票质押贷款的优惠，历史上也曾有过券商发债的鼓舞，现在开放券商的融资渠道还会有什么新意呢？

或许是今天，或许是明天，答案就会揭晓，对于券商而言这是一根救命稻草，一根救得了一时救不了一世的救命稻草。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谁能够结束草莽时代

1. N券商的N种命运

中国有句老话，“躲得过初一，躲不过十五”。

N券（即南方证券）商躲过了2003年的阳历却还是没有躲过阴历的羊年。2004年1月2日，也就是2003年阴历腊月十一，证监会联合深圳市政府颁发公告，宣布自当日起对其进行行政接管。

该来的一切终究还是到来了。

最初的迹象无疑来自盘面，N券商的重仓股哈医药在1月2日开盘之初就被打到了跌停的位置，盘中几经周折，最终还是牢牢地趴在跌停板上。N券商拥有的哈医药达9088万股，其中总计5485万股已经被上海市高院和大连市中院冻结，按照哈医药目前12.26元的价格，一个跌停的损失就达1个亿的人民币，而哈医药尽管业绩非常优秀，却是被N券商当作“生产自救”的一根稻草在过去的两年中疯狂炒作，股价几经除权填权，上涨幅度已经惊人，此番下跌既在情理之中，又在意料之中，何处止跌恐怕就不是N券商能够左右的了。

关于N券商的命运，市场的猜测版本有许多，但是被行政接管可以说是一种最好的命运，公司被接管以后，公司的证券经纪、承销等各项证券业务正常开展，各营业网点照常经营，投资者证券交易和保证金存取正常进行。根据公告的说法，证监会、深圳市政府会同央行和公安部成立接管领导小组，并由市场专业人士为主组成接管组全面负责公司经营、管理和运作。这种办法和以往发生的处置方案相比，比如关闭、撤销、兼并，除了可以最大程度化解公司和市场风险，维护客户合法权益，保护债权人的整体利益外，最大的优点就是保留了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

N 券商的品牌，为公司的重整创造了条件。

每一次大行情消灭一个大券商是水皮总结的规律。“327”国债期货消灭了万国证券，1997 年的大牛市消灭了君安证券，2001 年的大牛市创出了历史新高 2245 点，在“中经开”被取缔的时候，水皮说这一波行情消灭的是一个半大券商，一个是“中经开”，而另半个则就是 N 券商，现在看来，这个预言是准确的。准就准在 N 券商是爆仓了，但是并没有破产，也没被撤消，而是被以行政接管的方式保留了下来。

N 券商为什么会有如此优厚的待遇呢？

原因之一，N 券商历史悠久，影响巨大。2001 年之前，券商排座位，N 券商各种指标均名列前茅。也正因为其经营能力出众，因此委托理财的数额也就巨大，在大牛市中委托理财财源广进可圈可点，大熊市委托理财就成为脖子上的圈套越挣越紧。而委托理财正是造成两年前破产之说的来源。

原因之二，N 券商刚完成增资扩股并改造成股份制公司，股本达到 34.58 亿元，股东多达 56 家。许多新股东来自上市公司，如果破产，会在证券市场上引起连锁反应。

原因之三，N 券商是券商中自营盘最大的券商，重仓股票多达 30 多家，既有流通股也有法人股，既有被大幅炒作的，也有战略投资的。如果 N 券商不复存在，这批股票的处置将会变成“不稳定”因素，利益分配也难掌握。

原因之四，N 券商的问题既有历史累积形成的因素，也有大环境的时势因素，证券市场上“选股不如选时，选时不如选势”，而最近两年多的暴跌彻底粉碎了 N 券商手中重仓股的解套梦想，从某种程度而言，N 券商是不负责的“推倒重来”的牺牲品，市场存在同情因素。

原因之五，N 券商的自救过程已经套牢政府力量，从公告披露的信息看，公司目前依靠自身力量难以有效保护客户权益，证监会、央行、深圳市政府已经现场加大了风险控制力度并同时调用紧急救助资金对其清算与支付给予了临时性支持，现在是管也得管、不管也得管，与其被动不如主动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

N 券商的问题极有可能是债务偿付的头寸问题。当年香港大名鼎鼎的证券行百富勤身价几十亿，但是最终就是因为区区几千万美元的周转缺口而轰然倒下，其实当时如果有人出手相救，悲剧是完全可以避免的。从最近两年的表现看，N 券商自救的力度不能说不小，2001 年底炒掉总裁刘波，迎聘刚刚坐完“证监”的贺云和阚治东出任董事长和总裁，2003 年中又卖掉包赚不赔的南方基金管理公司股权，但是伴随着阚治东前期的离任，这一切都已付之东流。

早在 5 周前就有中央台的证券栏目编辑让水皮评论 N 券商的命运对市场的影响。影响自然是有的，但是不会构成太大的冲击，尤其是以行政接管的方式，最大的影响无非是 N 券商的个股，这就是风险，怨天尤人也没有用。行政接管能否让 N 券商凤凰涅槃呢？

我们不妨看一下海外的事例。1958 年至 1961 年，战后日本的经济进入著名的“岩户景气”时期，股票信托一度疯狂，但是在 1961 年 7 月见顶之后陷入大萧条，日本 19 家主要证券公司中 17 家出现巨额赤字，其中拥有 40 年历史的四大券商之一山一证券亏损最严重，亏损额达到 262 亿日元，为其 80 亿资本金的 3 倍以上。消息透露之后，山一证券的客户纷纷要求解除投资信托合同，每天索返的金额达到 20—40 亿日元，这种局面迅速蔓延到了整个证券业。在这种情况下，日本出台了紧急救济措施，决定“为满足现阶段证券业界必要的资金需求，日本银行通过各主要银行向证券界提供特别融资”。其实所谓特别融资就是无担保贷款。日本银行向山一证券提供了 282 亿日元用以解除合同，填补了 80%的亏空。日本证券市场的危机，最终通过日本银行的信用得以避免。

30 年河东 30 年河西。1965 年 10 年后日本经济再次高速增长，股价由抑为扬，日本银行对山一提供的特别融资当初约定 10 年，结果只用 4 年就全部还清了。当然在这期间，日本证券公司完成了整合的过程，证券公司由 601 家压缩成 277 家，至于 30 年后的 1997 年山一证券的倒闭则宣告了日本金融时代的结束，已经远远超越了证券的领域，此一时彼一时，在此没有太多的可比性，不提也罢。

水皮衷心希望 N 券商重复的是 1961 年山一证券的命运，永远不蹈 1997 年山一证券的覆辙。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 草莽英雄结束草莽时代

历史是发展的，一个时代有一个时代的英雄，如果没有与时俱进，搞错了年代，就会把草寇当豪杰，流氓当英雄。

早在2000年的时候，不少媒体就聚焦过当年上海滩的炒股大户，他们的命运从报道中来讲令人感慨。所谓的“几大天王”能够熬过10年风雨的寥寥无几。杨百万已经算是他们中的佼佼者了，不过现在大致也是靠写专栏文章而发挥影响力，以资金实力在市场上呼风呼雨的时代已经成为梦中的景致。最惨的大户家徒四壁，终日和劣质白酒为伴，与乞丐的差别已不太大。

也是早在2000年的时候，水皮就和朋友们探讨过聚焦第一代券商命运的报道。因为有人屈指数来，历史上的10大券商老总抓的抓、逃的逃、关的关、废的废，不但是首任全军覆灭，就是接任者也差不多全都“下岗”了，大公司中，“证券王国”万国证券和申银合并、君安证券和国泰合并，影响力越大的公司，经历的磨难也越大。

大浪淘沙本来是自然规律，券商也逃脱不了生生死死的规律，小券商死则死矣也就那么回事，大券商则不然，政府该出手时还要出手，否则就会酿成社会动荡。

万国证券垮台，“万国教父”管金生入狱；君安证券垮台，张国强坐牢。到底是券商的命运影响了老板的命运，还是老板的作孽害死了券商呢?

深圳市和证监会联手行政接管N券（即南方证券）商对于市场是个利好，因为券商破产的传言终于不攻自破，市场上的地雷被拆除了引信。利空出尽尚为利好，何况行政接管这种“无痛”疗法呢？这一点指数的暴涨已经给出了完美的答案。2004年1月5日，上证指数上涨51点，深圳指数上涨121.61点，证明水皮在“N券商的N种命运”中的分析是对的，N券商事件对市场冲击不会大，冲击大的是已经开始跌停的券商重仓股，哈医药的再次跌停则不过是序幕的开始而已。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不过，N券商的命运并不等于老板们的命运。有心人想必已经注意到，在N券商行政接管的领导小组中，不但有证监会、深圳市政府，而且还有央行和公安部，在公告中更是明确“公司管理混乱，内控不力，经营不当，财务、资金状况继续恶化”。期间“虽然采取过增资扩股、调整领导班子等措施，但未能起到应有作用”。事实上N券商在被行政接管以后，有关部门将在公司股东以及广大员工的积极支持下，在维护稳定和保证业务正常开展的同时，接受全面的审计和相关的调查。对任何违法违规行为，经查实后将按照法律法规严肃处理。

N券商的历任老总中有没有经得起考验的，可能有；有没有经不起审计的，肯定有。

N券商的爆仓实际发生在2001年的11月，尽管当时的总裁刘波在中央电视台上信誓旦旦称破产纯属谣言，但是半年后，有关媒体披露，N券商当时的破产申请的确已经提出，只是未获准而已。N券商的业绩也说明了这一点，在2000年中国券商的排名中，N券商一举夺得两项桂冠，其中主承销家数达到36家，主承销金额达到195．33亿元，这说明N券商已然是中国最大的最有实力的券商。但是2001年的排名却显示，数到第20位，无论是承销金额、承销家数、利润总额，人均创利还是净资产、股票交易量各个分项中均找不到N券商的身影，这跟破产根本就没什么区别。

值得反思的是N券商2002年调整的领导班子。水皮杂谈在《大机构为什么总出事》中曾经对此有过议论。“N券商在破产的辟谣声中换将了，换的不是别人，换的董事长和总经理两位都是被证监会停了5年执业资格的‘问题人士’，刚刚坐满‘证监’就执掌N，可见N吞下的是‘以毒攻毒’的药引子，药效如何实在难说。”（《搏傻》P98页）

两位“问题人士”一位是前深发展董事长贺云，一位是前国泰总裁阚治东，前者为炒作深发展负责，后者为操价股价受罚，五年前两位都是江湖老大，能耐不小，五年后被深圳奉为上宾，寄予厚望。

“问题人士”不见得总出问题，但是“问题人士”之所以成为“问题人士”和他们对市场的判断和把握有绝对的关系，他们属于庄

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股时代的枭雄，他们能带给N的无非还是横冲直撞的强庄作为。他们上任之后，重仓股哈医药从13元起步一路被炒至24元，而在此之前，哈医药已经完成了从7.5元左右到13元左右的暴涨，哈医药的表演已经贴上妖股的标鉴，成为市场上一道供人取笑的风景。表面上看，哈医药的账面给N带来的是十几个亿的利润，化解了N的账面亏损，但是那是根本无法兑现的账面利润，是一个虚拟的数字，关键时候还不得不由财政动用紧急援助资金化解即期债务。不管贺云和阚治东的理念是否一致，哈医药的傻庄走势明白地告诉大家，N的操盘人根本就不了解现在的投资者，他们还生活在那个曾经给他们带来过辉煌和耻辱的庄股时代，他们依然是草莽英雄。

也许是报应，哈医药在上市之初曾经因为国有股变相流通欺骗投资者而长期被投资者所唾弃，现在又随着N券商的事变而再次被大家抛弃，如果说N的老总是草莽英雄，那么哈医药就是那个草莽时代的典型代表，由草莽英雄结束草莽时代是最合理的结果。

3. 大连证券为什么“斩立决”

中国券商有事的不少，出事的不多。一般而言，不管是大券商还是小券商，即使纸包不住火了，管理层也都还有一个挽救的过程，万国是这样，君安是这样，浙江证券也是这样。因此，像大连证券那样被责令关闭的还是前所未有，闻所未闻的。

为什么会这样，大连证券究竟犯下了什么不可饶恕的罪行，捅下多大的窟窿会遭遇“斩立决”的命运，一直是两年多来业内外人士关注的话题，这个谜直到2004年6月7日海南海口中院公审包括总经理在内的12名原大连证券高管才开始慢慢解开。说白了，大连证券是太岁头上动土，金融诈骗居然诈骗到了央行的头上，是可忍，孰不可忍？别说涉及金额达到14亿元人民币，就是一块钱，那也是对管理层的羞辱。

大连证券成立于1988年，是大连地区第一家专业券商，在全国拥有22个营业部，在停业整顿之前，在券商排名中分别居沪深两市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第33位和39位，规模并不算小。2002年9月，中国证监会以“严重违规经营”为由勒令其停业整顿，7个月以后的2003年4月，证监会又以“违法违规经营行为严重，公司已经资不抵债，不再具备继续经营条件”为由责令关闭。海口中院对大连证券高管的指控涉及金融凭证诈骗、非法吸收公众存款、私分国有资产以及合同诈骗等多项罪名，大连证券高管犯罪之所以被海南查办是因为海南华银国际信托投资公司是大连证券的控股股东，大连证券的董事长同时也是华银国际的法人代表石雪，正是这个石雪导演的“国分券”案将大连证券送上了一条不归之路，而华银国际和华晨金杯以及仰融之间的纠葛更是形成了媒体所渲染的中国金融第一案。

什么是“国分券”，别说一般投资者不清楚，就是央行的专家也没听说过，而石雪就是这个新概念的创造者。触发石雪这个灵感的，不是别的，恰恰是央行清理整顿信托公司时针对不同债权人的不同兑付政策。在这个政策中，清偿的秩序依次是自然债权人、境外债权人和国内机构债权人，其中自然债权人可以全额兑付，机构债权人只能打折兑付，石雪钻的就是这个政策的空子。为了偿还包括大连证券在内的6家金融机构多达10个亿的借款，石雪和这6家机构合谋制造华银国际委托他们分销根本就不存在对应实物券的国债的假合同，将机构债务转成个人债务，形成国债到期后华银无力兑付的假象，并且创造性地将这种虚假的分销国债方式私自定为销售“国分券”，“国分券”43684笔共计14.1亿元，其中大连证券伪造16500笔，共计4.43亿元。有意思的是，2002年1月，石雪将伪造的“国分券”材料上报央行，沈阳大区行和大连分行都现场核查过却没发现问题，问题的暴露是在大连证券频频向央行递交“关于恳请解决代华银国际发行国债到期兑的紧急报告”之后。石雪机关算尽，反误了卿卿性命。央行是什么地方，央行不是一个滥竽充数的地方，更不是一帮傻货贪赃枉法的地方。当然央行也不是神仙，并不完全清楚“国分券”的套路，因此央行向国务院报告时最初以为华银国际卖空国债要套投资者的钱，国务院批示成立“3·30专案组”之后才明白，华银国际要骗的不是别人，正是自己。堂堂央行居然成为金融诈骗的对象，管理层还能给这样的机构以生存的权利吗？央行是3月份报案的，9月份大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

连证券停止，说大连证券被石雪自作聪明的“国分券”葬送并不过分。

令人触目惊心的是，大连证券直到被立案查处，依然在柜台上销售所谓的国债委托凭证，卖空根本就不存在的券种，直接构成虚假销售国债24亿元，更令人震惊的是当地管理部门并没有蒙在鼓里但却没有相应的行动制裁。

大连证券的案情既复杂又简单，复杂在和华银牵扯在一起，和石雪的犯罪牵扯在一起，简单在于致命因素比较清楚，就是国债。大连证券是因为涉及“国分券”而突然死亡的，没有死亡的还有长春证券、锦州证券和河北证券，他们虽然也涉案但没遭极刑。

我们知道，华银诈骗的不过是14亿，而全国券商目前陷入国债回购泥潭的资金据称在1000亿元左右。券商为什么总是在国债上出问题，一个人犯罪是个人因素，很多人犯罪就有制度因素，我们的国债发行和交易系统是否存在重大缺陷，从而对券商形成致命诱惑呢?

一个好制度可以扼制犯罪，一个不好的制度可以鼓励犯罪，但愿大连证券的悲剧不在其他券商身上重演。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谁为券商的命运负责

1. 谁是新股发行的主体

这是一个很奇怪的命题，谁是新股发行的主体？除了发新股的上市公司还能是谁呢？

这又不是一个奇怪的命题，如果说新股发行的主体是上市公司的话，证监会就没有必要就新股首次发行试行询价制度公开征集意见。

这真是一个天大的笑话，在管理层言必称市场化的今天，人们忽然发现，从一开始这个市场的主体在定价上就没有自主权，就好比一个上市公司的产品，卖多少钱企业自己说了不算，卖多大的量，企业自己说了也不算，那么这个企业还是个能够独立核算的企业吗？这跟车间又有什么区别呢？于是人们惊奇地发现，改革开放之初就已经明确的企业主体地位在企业上市之后却被无形之中剥夺了。难怪市场有人这么说，证监会也有人这么认为，上市公司的部门主管就是证监会。

怎么不是呢？

不管是额度制也好，审核制也好，保荐制也好，上市公司之所以能成为上市公司就是因为证监会发审委盖章放行，没有证监会的章，上市公司就是有天大的本领也完不成这个蜕变。证监会不但管你能不能上市，而且还管你上市发行的新股该是多少钱，该在什么时间内发行，该发多少新股。所以也难怪有人反问，证监会管头管脚，上市公司出了丑闻，怎么就看不到有人被问责呢？权利和义务总是对等的。证监会的权力越大，承担的风险就越大。新股发行的弊端在牛市没人注意，在熊市就成众矢之的。大盘跌进 1350 点，新股扩容依然我行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我素，丝毫不见放缓的迹象；新股频频跌破发行价，新股的市盈率还是定在20倍左右。市场对此会有什么反应？反应之一是认为管理层高高在上，脱离实际，不食人间烟火，不知民间疾苦；反应之二是管理层行政能力薄弱，观念和执行矛盾，如果认同市场低迷就不应该扩容依然，如果坚持20倍新股发行市盈率就不应该对市场的低迷视而不见；反应之三是失去价值判断标准，无从确立投资信心。“苏泊尔现象”把新股发行的弊端暴露得体无完肤，水皮在杂谈中也曾指出，“苏泊尔现象”实际上意味着新股发行和新股发行政策的失败。

其实仔细想想，证监会又岂止是上市公司的主管，实际就是证券市场的主体。新股发行是证监会定调，超常规培育机构投资者也是证监会的工作，基金公司是证监会审批的，发行的基金是证监会核准，甚至广告词都要由证监会审定备案。这边发新股，那边发基金，看上去就像左手倒右手。说好听点是父爱情结，说难听点叫自娱自乐。

有人对新股询价制度的评价极高，称之为中国证券史上里程碑式的跨越，就好像刘翔在奥运会上110米栏的跨越，只不过跨栏的人不是刘翔而是尚福林。如果从还原市场主体的高度看，这种评价是有道理的。不过在水皮看来，这还仅仅是第一步，因为价格毕竟在市场交易中仅仅是一个环节。作为独立自主的上市公司，证监会还有许多本该由企业掌握的筹码还原给上市公司。比如，发行时机的把握，过会的企业有没有不发的权力。因为如果市场低迷的话，企业发行的价格就有被人为压低的可能，正经的企业融资规模就会不理想，那么企业可以不可以等待行情好的时候再发？

义务和权利也是对等的。作为一个独立的市场主体，上市公司应该承担法人的义务和责任，但是如果不是一个市场主体，你又怎么能指望上市公司对自己的行为负责呢？融资变成圈钱，而且不圈白不圈；侵占变成侵吞，而且不吞白不吞。在这样的制度安排下，上市公司如宝钢者都变成了过街老鼠人人喊打，诚信又从何而来？

当然，把上市新股发行的定价权还给企业是一方面，另一方面，证监会的领导们更要看到自己还有掌控新股发行节奏的职责。把握好节奏既要讲政治，更要讲技巧。适度的停发新股、控制的供求关系，体现的是管理层的态度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证监会的一个决定，大盘涨了 20 多个点，大家说这是政策市，不错，中国股市就是政策市。水皮感到好笑的是，中国股市有过那么多次的大辩论，有着那么多的经济学家出谋划策，怎么就没人意识到这个问题呢？

这是一个多么简单的问题，又是一个多么要命的问题啊！

呜呜。

2. 大机构为什么总出事（上）

股市收成不好的年份，市场就会有形象的概括。比如 1997 年被称为“消灭机构年”，1998 年被称为“消灭大户年”，1999 年按常理推断应该是“消灭散户年”，如果真是这样的话，中国股市也就不须推倒了。

当然，如果是不允许出现的，也许这可以视作“5·19”行情出台的另类解释。

水皮曾经在不止一个场合推销他自己发现的所谓“规律”，即每一波大行情都会消灭一个大券商。今年以来他发现这个“规律”有点失灵了，因为还没有到年底，已经出事或将要出事的券商不是一个而是一批，业内称之谓“两大三小”。“两大”就是中经开和南方证券，中经开是被取消了，彻底从大家的视线中消失了，而南方则在破产的辟谣声中换将了，换的不是别人，换的两位董事长和总经理都是被证监会停了五年执业资格的“问题人士”，刚刚坐满“证监”就执掌南方，可见南方吞下的是“以毒攻毒”的药引子，药效如何实在难说；“三小”指的则是分别被停业的大连证券和鞍山证券以及被北大方正收购的浙江证券。

更可怕的是，这也许只是露出冰山的一角。

在亚华种业公布三季度季报之前，估计很多投资者连泰阳证券的名号都没有听说过，但是亚华却明白无误地告诉我们这个上市公司参股 20% 的泰阳证券三季度的亏损是 5358 万，而去年还赢利 3800 多万，这一进一出直接导致亚华种业的业绩同比下滑 50%左右，不得不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

提出预警。在沪深两市的上市公司中，参股券商超过20%的有7家，参股不过20%的有140多家。按会计法则，超过20%的按权益法计算收益，不到20%的则按成本法计算收益。不管采用哪种方式，券商今年的收益都直接导致上市公司业绩的下滑已是不争的事实，这对积弱已久的市场无疑是雪上加霜。

上市公司大面积参股券商的恶性循环开始出同端倪。

这本来是可以预见的。券商说到底，不论是综合性的还是经纪性的，都是市场的一种中介，都是虚拟经济的一部分，并不直接参与社会财富的创造，这一点和普通的上市公司从事的是产业开发有截然不同之处。但是恰恰在目前还在持续进行的券商扩募之中，上市公司成为主要的资金来源，也就是说上市公司以其他名目募集的资产在被更改投资方向之后进入证券业这个“高回报的朝阳产业”，从市场中圈来的钱又流向市场参与角逐，对于整个市场而言，资金没有增量发生，但是流入和流出却造成了上市公司和券商的账面繁荣，通俗地说虚拟的成份被放大了一倍，股市的泡沫被资金又吹大了一圈。市场一旦回落，券商投资收益必然下降，反过来影响上市公司的收益，上市公司业绩下滑加大股价回落压力，券商亏损面再次放大。

道理就这么简单。根据10月23日《上海证券报》公布的券商综合实力排行榜看，今年前三季度券商的累计综合业务价值量大幅萎缩，从299.8亿降到了109亿，排在第一名的中国银河证券业务价值量为12.14亿元，只有去年同期的2/3（不知道包括不包括今年接收的中经开证券业务量），而第二名的国泰君安只有10.71亿元，这个数值在去年只能跌出10名之外。一般而言，券商的经纪业务和承销收入往往要占券商总收入的七成以上，这两大块业务今年均呈大幅下降的走势，佣金下调后，市场的成交不但没被激活反而更加萎缩，而承销收入更不能奢望。央行货币政策分析小组的报告指明，今年前三季股市累计成交23270亿元，同比减少8912亿元，同比减少30%以上，股票融资699亿元，同比下降28.7%。

在剩下不到两个月的时间中，如果市场没有奇迹发生，那么，券商全行业亏损几成定局。一旦全行业亏损，拔出萝卜带出泥，出事的机构就又是一批。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大机构为什么总出事（下）

媒体报道说，中信证券有望成为第一家上市的券商，有关部门已经对其融资计划予以认可。

分析人士则说，券商上市将会成为沪深股市的未来风景，就像前些时候的银行股上市。

中信证券为什么要上市？因为要融资；为什么不像其他的券商那样私募呢？因为诸如上市公司之类的战略投资者已经对私募没有了兴趣。要知道公开上市是需要付出很多代价的，融资需要成本，公开信息披露意味操纵利润的空间受到压制，尽管这些代价反过来证明中信证券应该是一个经得起考验的“好孩子”。

不过，120 多家券商中的大多数就不可能像中信证券那样幸运了，他们中的大多数是有历史污点的“坏小子”。而大多数的历史污点是挪用客户保证金，挪用的结果往往是炒股自营，炒股的结局又往往被迫炒成股东，长期以来这一直就是业界心照不宣的敏感话题。2001 年 6 月 13 日证监会首次公布违规券商名单，在当时全部 101 家券商中，已经杜绝这种恶习的有 74 家，还在挪用的有 27 家，被谈过话的券商有 46 家。今年的数据表明，券商的不良资产率高得惊人，总数在 600 亿左右。

过去两年的增资扩股，对于很多券商而言无非是补窟窿、擦屁股。他们只是想不到，一个朝阳行业是如何一夜之间变成了人人唯恐避之不及的行业的。裁员和降薪贯穿着全年的主题，《谁动了我的奶酪》成了公司主管送给员工的常见礼物，破产这样的字眼频频见诸传媒，这些仅仅用行情不好就能解释的了吗？

不错，中国证券市场发展至今依然是靠天吃饭的营生，收成好坏很大程度取决于有没有行情，行情有多大。但是，和大量的被视作“弱势人群”的散户相比，这些券商无疑应该算是“强势人群”。令人感叹的是，这些“强势人群”的市场表现实在叫人不敢恭维，竞争力更叫人大跌眼镜，惟一叫人折服的恐怕就是那种什么事都敢干，什么规都敢违，什么钱都敢挣，什么债都敢发，什么资都敢融，什么财都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

敢理，什么窟窿都敢捅，什么人都敢不放在眼中的大无畏精神。

券商是这样，管理层大力培育的其他机构投资者如基金也是这样。原来指望基金能为市场带来理性投资的新概念、新风气，能够起到稳定市场的作用，但是一份“基金操作行为分析”报告，兜了基金的老底。集中持股使基金怎么也摆脱不了对敲、对倒之类的原罪；追涨杀跌反而加大了行情震荡的幅度；可疑的高位接货建仓令人不可思议；新股认购中的违规居然会让管理层也大叫呜呼不止。博时基金和大成基金大名远扬不是因为业绩优秀，而是因为屡屡投资问题股而亏损累累，最近的基金业观察报告发现，基金经理的平均任期不到一年，指望他们推崇长期投资无异于缘木求鱼投资。

为什么会这样？

问题在于这些大机构的体制和机制并没有能协调一致。

理论上讲，这些机构体制上应属混合经济，券商是股份制，而基金公司也是股份制，管理的基金实质是代客理财，应该说产权是明晰的。但事实上，我们知道理论是最苍白的，我们的机构更多的情形是和传统的国有企业靠拢，负责人只对上不对下，产权的界定实际上是模糊的。而机制呢？就我们所知的情景倒是灵活的，富有巨大物质刺激效应的，鼓励追求资本利得最大化的。一般情况下，国有体制的不足是因为产权不清，管理者缺乏赢利的持久责任感和创新的冒险精神，好处则是投资行动的低风险系数，非国有体制的不足与长处正好相反。由于我们这些大机构在体制和机制表现出来的不一致，因此投资行为就表现为责任感或缺和高风险系数的混合，一旦赢利有可观分红，一旦亏损可以拍屁股走人，可以不负任何责任。

什么时候大机构的体制与机制一致了，什么时候我们才能不再作茧自缚，超常规培育的不再是给自己添乱的机构投资者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 券商是一种什么力量

券商是一种什么力量？

券商无论在理论上还是在现实中都是一支不可或缺的力量。

没有券商，上市公司就没人承销，甚至都没人辅导，国有企业改制就是一句空话，要想圈股民的钱就门都找不到；

没有券商，上交所和深交所就没有成员单位，交易席位就形同虚设，交易跑道就没人租用，市场就没有交易，交易所开了门也是白开；

没有券商，股东就没有地方开户，没有地方交保证金，没有地方看行情下单子，有股票的卖不掉，没股票的买不着，想交点印花税都没人替你代征代交；

总之，没有券商，就没有这个证券市场，没有券商，就没有包括水皮杂谈这类栏目在内的所有的一切。

但是，事实上，我们身边的券商却在一个个的消亡，而且这种消亡的趋势越来越有令人胆颤的趋势。

最近的例子是鞍山证券。

再早一点的例子是中经开。

鞍山证券只是一个大家听都没听说过的小券商，假如没有鞍山信托这个上市公司的作用，也许很多人都不会知道鞍山这个地名；

中经开却是数一数二的全国性大券商，不但资产规模庞大，而且背景源自中央财政，属于北京城中一声吼，沪深都要抖三抖的角色；

鞍山信托和中经开殊途同归，虽然都因违规经营被处极刑，但是代表的类型截然不同。前者是小券商的真实写照，资不抵债严重陷入信用危机，铤而走险违规操作形成恶性循环，等待他们的命运不是被罚出场就是兼并收购；后者是大券商的宿命反映，财大气粗导致争强好胜，超常规的政策支持导致胆大妄为，结果就是每一轮大行情都会消灭一个大券商：证券王国的万国证券是这样，凶悍强蛮的君安证券是这样，承销老大南方证券是这样，不可一世的中经开也是这样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小券商靠不了，大券商靠不住，不可或缺的券商在眼下的市场中扮演的就是“鸡肋”的角色。

120 多家券商中不良资产率达 60%，不良资产总额达到 600 亿以上；50%的券商收入单一源自交易佣金，而交易佣金的下调已经使这部分利润荡然无存，2002 年的牛皮市想不赔钱比登天还难。

怎么办？两条路。

一条路引进外资重组，一条路政府输血扩募。

但是两条路并不好走。汇丰控股日前已经表示停止和境内券商的合资洽谈，这无疑给盼望 WTO 后外资进场的券商一盆冷水，其实想想三家合资保险公司的壳至今卖不出去的窘境就可推知这样的结果；而扩募的牌已经打过一轮，能募的钱已经募进来了，募不进来的钱总不能抢过来，要开放融资渠道，刚刚欣赏过暴跌的银行又能有多大的胆敢来为券商埋单，借给你的是钱，拿回来的是股票，换你你干吗？

有什么样的市场就有什么样的券商，中国的券商既是一支不可或缺的力量，又是一支扶不起来的力量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国股市生物链之五：

上市公司

常常有人把上市公司比作证券市场的基石，但是很少有人认识到上市公司其实就是吃人不吐骨头的猛兽。

在股市的生物链中，无论是散户、庄家、机构还是券商，他们扮演的角色或者吃人或者被人所食，而惟一没有风险的不是别人，正是上市公司。

IPO是圈钱、债转股是圈钱、配股是圈钱，增发更是圈钱，甚至股抵债也成为变相的圈钱。一边从市场圈钱，一边掏空上市公司，中国证券市场的“法律放纵”使得不管是国有控股的上市公司也好，还是私营控股的上市公司也好，公众公司的成份荡然无存，上市公司成为不法之徒暴富的天堂。

“一年绩优，二年亏损，三年退市”，责任在谁呢？

中国股市是一个以融资为本的股市，是一个为企业解贫脱困服务的股市，是一个上市公司为所欲为的股市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

MBO 是谁的盛宴

1. 独立董事不是遮羞布

有人据沪深上市公司的年报分析，发现只有 56 家上市公司设立了独立董事，这个数字占上市公司总数的 4.92%，独立董事的人数有 103 人，占全部公司董事数的 0.99%，占所属上市公司董事数的 25.3%；

还有人发现，在不少已经被揭露的上市欺诈案中，都能发现独立董事的身影，比如康赛集团，猴王集团，济南轻骑，还有郑百文，其中郑百文早在 1995 年就设立了独立董事，其中的一位在郑百文重组案中还频频亮相，特别真诚地征集小股东的授权，极力争取郑百文免遭摘牌的难堪。

这些发现，能说明什么问题呢？

在水皮看来，至少能说明两点：

一是独立董事在 1000 多家上市公司中的确很少，不成气候，但是在已经设立了独立董事的公司中，拥有的投票权已经不少了，超过四分之一强；

二是独立董事的设立和能否监管受聘公司的“内部人控制”现象、能否保护小股东利益没有必然的正相关关系，相反，具有极大的欺骗作用。

需要说明的是，指出这两点并不意味着水皮反对在上市公司中设立独立董事，反对管理层着力推进的法人治理结构，反对加强对上市公司的监管；更不意味着水皮藐视所有进入上市公司董事会担任独立董事的社会贤达的人格和尊严以及他们付出的辛苦和劳碌，因为事实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上，在已经担任独立董事的人士中有相当一部分是令人肃然起敬的专家学者，比如吴敬琏先生、董辅礽先生，还有那位在去年年初的兰州黄河啤酒风波中愤然辞职的王珏先生。

首先，独立董事作为一种制度安排本身是没有缺陷的，关键是这种安排由谁掌握，怎么掌握，否则歪嘴和尚念经，经再好，念出来的也不是那个调，再好的经也念不下去。

其实，单纯从监管的角度讲，中国上市公司的层次是最多的，除了董事会之外，公司内部还有监事会，党、团、工、群组织；公司外部就更多，交易所是一方面，证监会和证监会派出的各级机构是一方面，地方政府和中央部委是一方面，涉及到国有控股企业，财政部更是重要的一方面，更不用说司法和舆论，这里面任何一种监管到位的话，独立董事设立的意义都会大打折扣，而如果这里面任何一种监管都无法或不能到位的话，那么独立董事的意义拔得再高也没用，不要说 2000 名，就是把这个数扩大 5 倍，花瓶还是花瓶，摆设还是摆设。

特别值得指出的是，目前的中国证券市场，不是无法可依，而是有法不依、执法不严。在这种情况下，制度建设固然需要，但是现有监管的到位和完善尤显迫切，否则，如果任凭中科创业和亿安科技这类丑剧不断上演的话，这个市场早晚会有崩溃的一天，那个时候，“皮之不存，毛将焉附”？

所以，独立董事对于公司也好，对于市场也好，一块遮羞布，要不要也就那么回事。

2. 伊利独董为什么闹独立

中国人讲投桃报李，不讲忘恩负义。

中国的上市公司按规定要设独立董事，按规定独立董事的人数要达到董事会人数的三分之一，按规定独立董事由董事会提名，按规定每年可以领取数额不菲的董事津贴，按这些规定产生的独立董事一般而言都是董事长的朋友，都是拎得清的人物，一般情况下“小骂大帮忙”是有的，但不至于闹独立，即使闹独立，辞职也是有的，发展到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和董事会对抗的地步，伊利股份的独立董事算是让大家开了一回眼。

2004年6月17日，伊利发表公告，称16日下午董事会召开会议“同意将《内蒙古伊利实业集团股份有限公司监事会关于提请股东大会免去俞伯伟先生独立董事的议案》提交2003年度股东大会审议”，伊利的公告太绕口，简单点就是董事会要罢免独立董事俞伯伟。

伊利公告见报当天，伊利股份的股价跌停，引起市场关注，显然伊利的跌停和董事会罢免独立董事有直接的关系。

俞伯伟是何许人，伊利要付出股价跌停的代价？

俞伯伟来自上海，从事的是企业管理咨询，伊利董事会为什么聘俞为独董我们并不知情，大家能了解的是俞的独董津贴高达10万，远远超出其他董事6万的水准，属于独董中的高薪阶层，俞伯伟2002年6月22日当选伊利独董，与伊利打交道已经2年有余。

俞伯伟闹“独立”，表面看，是因为要求聘请会计师事务所独立审计伊利买卖国债及股东情况引起的。从时间顺序上看，6月15日，俞伯伟联合其他两位独董要求审计，6月16日伊利董事会就以召开董事会要按照监事会的要求罢免俞伯伟独董职务。罢免的理由是什么呢？公告中称“2003年以来，由独立董事俞伯伟先生之主要社会关系担任主要职务的公司，与本公司进行了关联交易，且交易数额较大，对于前述关联交易，俞伯伟先生事前未按照相关规定，向公司进行通报并履行相应回避表决程序”。伊利监事会提出的主要社会关系指的是俞伯伟的妻兄，担任主要职务的公司指的是上海承祥商务有限公司，2002年9月4日，2003年3月4日，2003年5月24日，伊利分别与这个公司签订了数额为130万、180万和200万的咨询项目合同且一直执行至2004年4月13日。这种关联交易，监事会可能真不知情，但是董事长绝对不可能渎职到这个地步，如果说俞伯伟没有回避有责任，那么伊利董事会批准这种合作责任更大。

从此后陆陆续续的伊利公告中，我们了解到，独董们的声明是有道理的。6月18日，伊利公告承认公司2002年11月26日起在闽发证券北京营业部买卖国债，2004年3月才撤销委托转入金通证券上海营业部，累计投资国债4.17亿元，最高峰使用资金为3亿元，目前国债余额为1.4亿，净亏损1700万元，6月19日，伊利再次承认，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2004 年 1 月至 3 月间，公司通过控股 64% 的子公司又在上海买卖国债累计 2.29 亿元，截至 6 月 16 日，国债余额 1.04 亿元，净亏 940 万元。同时伊利亦承认持股 844 万股的第五大股东与华世商贸有限公司的确是伊利高管控制的公司，这个公司最初成立于 1999 年 12 月，由公司二名中层干部注册，目的是解决管理层持股，2002 年由公司 5 位中高层家属以个人出资形式增资，注册资本为 465 万元，通过受让其他单位的法人股最终持有伊利股份 422.4241 万股，10 送 10 以后变成现在的 844.8482 万股，有心人可以算出，华世受让法人股的最低价为 3.6 元，最高价为 6.35 元，全部收购完成所需的资金为 1500 万左右，管理层的这笔巨款从何而来？这些伊利以前都没有公告披露过。不过道理归道理，俞伯伟会为此和郑俊怀翻脸的吗？

恐怕不会。俞伯伟或许有理清责任的想法，但不至于闹独立，和董事长公开决裂，伊利事件也许有更深厚的背景。

知情人透露，俞伯伟在北京接受记者采访决不是偶然和碰巧，此外，在有关媒体报道中称，6 月 16 日伊利的董事会为是否“驱逐”俞伯伟表决了两次才得以通过。即便如此，据称依然有主要高管拒不合作，坚决反对“逐俞令”。此情此景很容易就让人联想到当年牛根生的出走，正是因为牛根生的出走才出现了现在蒙牛和伊利对垒的局面，莫非伊利又一次面临“裂变”的危险？

伊利有多少谜，外人很难清楚。比如 2003 年 7 月金信信托取代呼市政府成为伊利第一大股东就是这样。这笔交易涉及 2800 万股国有股，每股转让价为 10 元，总额达到 2.8 亿元，占伊利全部股份的 14.33%，当时伊利每股净资产为 9.54 元，半年每股收益达到 0.58 元。呼市财政为什么要卖大家不清楚，因为这是只会下金蛋的大母鸡；金信信托为什么要买大家也不清楚，因为大家都知道金信信托的交易是受人之托，到底谁是真正的收购者，谁是伊利的实际控制人？

俞伯伟闹独立的真相会公之于众吗？我们不妨看看 29 日的股东大会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 郑俊怀中了谁的埋伏

郑俊怀，现年52岁，伊利股份的董事长兼CEO。和伊利乳业强大的广告攻势相比，郑俊怀基本上算是一个低调的人物，因此，知道伊利股份的人多，知道郑俊怀的人少，直到今天郑俊怀被拘捕为止，依然如此。

风起于青萍之末，郑俊怀有今天败相，出现在半年前。2004年6月17日，伊利股份发表公告，称董事会召开会议，罢免了独立董事俞伯伟，伊利公告见报当日，伊利股份跌停。半年后的2004年12月20日，伊利股份开盘即告跌停，随即便遭上交所紧急停牌，这一回主角不是俞伯伟而是换成了董事长郑俊怀。

有很多人不明白，郑俊怀半年前为什么会有那种自杀式的举动，仅仅是因为俞伯伟要对国债投资进行单项审计吗？独立董事虽说在上市公司无非是一只花瓶，是一种摆设，就好比所谓的会计师事务所和律师事务所，都是董事长选中的角色，都没有什么独立可言，但是一旦要对这个橡皮图章动粗，却可能成为众矢之的，触犯众怒，因为这毕竟是个象征，更因为独董要做的至少表面上看是为公司维权。独董要行使权力，董事会立即罢免，这不就等于诏告天下，伊利股份有黑幕，郑俊怀心中有鬼吗？

事实果然如此，一点悬念也没有。

水皮有时候想不明白，郑俊怀也算一代枭雄，怎么会糊涂到这种地步，怎么会走出这种臭棋？是因为目中无人，狂妄到了极点，以为伊利就是郑氏天下，甚至呼和浩特也姓郑，还是中了别人的埋伏，事到如今，迫不得已，铤而走险？

伊利股份的前身是呼和浩特市红旗奶牛厂，1984年改名回民奶食品加工厂，1992年股份改制，1995年9月发行1715万公众股并于1996年上市。郑俊怀历任厂长、总厂厂长、股份公司董事长、总裁。和绝大多数中国第一代企业家一样，伊利股份能从20年前一个内蒙古的奶品加工厂发展成中国奶业无可争议的老大，郑俊怀功不可没，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以这么说，没有郑俊怀就没有伊利股份。

伊利股份一直就是绩优股的代表。季报表明，伊利 1～9 月份的主营业务收入是 68 亿元，毛利润是 3.8 亿。伊利股份总股本是 3.9 亿，单股业绩已经达到 0.58 元，更为可贵的是，这样的业绩是在股本连续多次的转送和增配高速扩张之下达到的，现在伊利的流通股是 2.58 亿股，较上市之初扩张了将近 15 倍。

伊利股份不但是个绩优股，而且还是一个能给投资者带来扎实回报的蓝筹股。打开伊利股份的 F10，我们可以清楚地看到，自从伊利股份 1996 年上市之后，伊股就没有停止过现金分红，即使在 10 送 10 的方案实施的同时也是如此。1996 年 6 月 30 日，10 送 10，1996 年 12 月 30 日，再 10 送 10 并派 1.25 元，1997 年 12 月 31 日，10 配 3 转配 2.8（配股价 6.8 元／股）并派 2.5 元，1998 年 12 月 31 日，10 配 3（配股价 15 元／股）并派 2.6 元，1999 年 12 月 31 日，10 派 2.8 元，2000 年 12 月 31 日，10 派 3.5 元，2001 年 12 月 31 日，10 派 3.6 元，2002 年 12 月 31 日，10 转 10 并派 2 元（同年增发 4896 万股，增发价 16.85 元／股），2003 年 12 月 31 日，10 派 3.3 元。虽然伊利上市之后通过配股和增发再融资的资金量不是一个小数，但是坚持每年给投资者现金分红的举动在上市中可以称绝无仅有，而且现金分红的数额累计相加也不是一个小数额，投资伊利股份的投资者的确得到过丰厚的回报。

这一切的一切都说明，郑俊怀是个干事业的人，是一个能给投资者带来回报的董事长，这一点和蓝田神话有着本质的不同。

但是。

但是，现在郑俊怀和他的高管团队却面临着虚假业绩和挪用资金两项指控，这两项指控将郑俊怀身上的光环打得寸金不留。

挪用资金绝对不是指国债投资。尽管独董风波之后，伊利紧缩了国绩的投资规模，并且公布了累计 6.5 亿的投资和 2640 万的亏损账目，但是国绩的问题毕竟是经营的问题。郑俊怀之所以对俞伯伟要审计国债投资火冒三丈，根本的原因在于，这笔委托理财和金信信托的收购有着千丝万缕的联系。

独董风波的后果是严重的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

直接的后果是暴露了伊利高层的违规持股。1999 年 12 月伊利股份为解决管理层持股，由公司两名中层张显著和李永平出面成立了华世商贸公司，接受法人股转让。2002 年又以伊利高管家属的名义增资持有公司法人股 844.85 万股，成为伊利股份的第五大股东。伊利高管的家属中间，有郑俊怀之女郑海燕，副董事长之夫马庆，董秘之子张显著。2004 年 6 月以后，华世商贸的股份才转让给用于管理层激励的呼和浩特市启元投资公司。虽然伊利的澄清公告中称，转让的迟缓是因为 2001 年 9 月证监会颁布了上市公司非流通股协议转让的规范意见，但是，伊利股份并没有能够解释管理层 1500 万元的收购款来自何方？

间接的后果则是再一次引发人们对于国有股股权转让的怀疑。2003 年 7 月，金信信托收购呼和浩特市政府手中 2800 万伊利股份的国家股成为伊利的第一大股东。当时伊利的每股净资产为 9.54 元，半年每股业绩已经达到 0.58 元，每股的转让价却只有 10 元。水皮杂谈发表“伊利独董为什么闹独立”时问：“呼市财政为什么要卖大家不清楚，因为这是一只会下金蛋的大母鸡；金信信托为什么要买大家也不清楚，因为大家都知道金信信托的交易是受人之托，到底谁是真正的收购者，谁是伊利的实际控制人？”表面上看，国有股转让价每股 10 元的确不低，但是要知道的是 2002 年 9 月 10 日，伊利增发的 4996 万股，发行价格达到了 16.85 元，即使现在伊利每股的净资产又到了每股 5.19 元（复权为 10.38 元）。伊利国有股的低价转让是一个明摆着的事实。另外一个更明显的事实是，金信信托在成为大股东之后，伊利股份什么变化也没有，甚至连一名象征性的董事也没有。毫无疑问，金信信托是受托收购，委托人不是别人，正是郑俊怀和他的高管团队。金信信托不过是郑俊怀曲线 MBO 的过桥工具而已。这样问题就来了，郑俊怀的收购资金 2.8 亿从何而来？挪用的是不是伊利股份的资金，玩的是不是自己定价卖给自己的游戏，走的是不是用公司的资金收购公司的套路？

6 月 15 日，独董俞伯伟和王瑾拟聘会计师对公司专项审计；

6 月 16 日，伊利董事会罢免俞伯伟独董；

6 月 18 日，伊利公告国债投资最高为 3 亿元，亏损 1700 万元；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6 月 26 日，中国证监会内蒙古监管局组成核查小组进驻伊利；

7 月 21 日，中国证监会通知正式派调查组进入伊利；

8 月中旬，证监会调查组进入伊利，9 月中旬，调查结束。

如果说挪用资金的指控涉及的只是郑俊怀的个人问题，那么另一项虚假业绩的指控则令所有的投资者都有不寒而栗的感觉。

难道伊利也是一个假绩优吗？

虽然从消费市场观察，伊利依然是一个深受欢迎的品牌，但是我们注意到乳业市场的竞争已经白热化，这较之伊利成名的时代已经有很大的不同，伊利的利润率肯定会下降，这一点其实伊利从来就没有否定。另外一方面，从伊利出走的蒙牛老板蒙根生本来就是伊利的销售总经理，蒙牛的成长速度和扩张能量并不输于伊利的巅峰期，尤其是蒙牛上市之后更是和伊利站在一条起跑线上，双方的基地企业、生产线、市场、渠道极其相似，蒙牛对于伊利的挤压可想而知。同在 A 股上市的三巨头之一光明乳业，1～9 月份单股业绩不过 0.23 元，主营收入 50 亿元，利润 2.4 亿元，而几乎就在伊利停牌的同时，北京三元股份公告 2004 年度亏损预警。

伊利股份 2004 年令北京新闻界难忘的还有一大隐痛，那就是借助公关公司抵毁中伤蒙牛产品质量安全问题，把几乎所谓的主流媒体都装到了套子中，这件事虽然和业绩没有直接的关联，但是可见伊利的市场竞争已到无所不用其极的地步。郑俊怀的心态发生了重大病变。

在这样的情况下，郑俊怀粉饰伊利业绩的可能性是完全存在的。

有人说，郑俊怀至此是 MBO 惹的祸，水皮认为虽然有人设套，郑俊怀中的还是自己的埋伏。

“文革”中有句话叫“狠批私字一闪念”，现在不流行了，但是假公济私还是犯法的，搁美国也一样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. MBO 为什么能够一夜暴富

MBO 是管理层收购的意思，国有企业的转制在很多人眼中是最后一次暴富的机会，而其中的 MBO 又成为机会中的机会。

MBO 为什么会成为机会中的机会呢？

原因之一当然是近水楼台先得月。原因之二当然是便于暗中做手脚。不管是什么原因，造成的结果是一样的，那就是国有资产流失，当然肥水也没有外流，流向的是管理层，这样，一夜之间董事长们、总经理们就成了千万富翁和亿万富翁。所以，尽管中央政府紧急叫停 MBO，但是在基层 MBO 的热浪依然袭人，大有不干白不干、干了不白干的味道，借口就是改制。宇通客车上市公司的 MBO 过于招摇，学乖了的管理层们又开始创新尝试“曲线救国”，最新的例子是深圳华强和江苏吴中。

2003 年 10 月 9 日，深圳华强发布了一则关于股东股权转让的提示性公告，称广东省人民政府授权广东省财政厅于 2003 年 9 月 29 日与深圳华强合丰投资股份有限公司、深圳华强集团有限公司管理层 10 名自然人签署了《深圳华强集团有限公司国有股权转让协议》，转让其持有的公司控股股东深圳华强集团 91% 的股权，转让款合计为 2.05 亿元，本次转让完成后，深圳华强合丰将持有深圳华强集团 45% 的股权，成为华强集团第一大股东，而深圳华强集团对公司的股权比例保持不变，仍为 52.5%。

深圳华强的公告并没有交待深圳华强合丰是一个什么性质的公司，是否也是由深圳华强的管理层出资或控股，反正 10 个自然人持有的股份加起来已经超过 46%，股权数已经超过名义上的第一大股东。深圳华强集团原来是广东省政府所属国有独资企业，经此转让可以说完成了彻底的转制，变成了管理层们的私营企业。

无独有偶，江苏吴中在日前也宣布，该公司的控股大股东江苏吴中集团被管理层以 MBO 的形式收购，注册资本由 5000 万元增加到 1 亿元人民币，集团上层 16 个自然人持有 60% 的股权，这样就意味着

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理层们只要拿出6000万的现金就能事实上控制了吴中集团包括上市公司股权在内的所有资产。

无论是深圳华强的10位高管还是吴中集团的16位高管，经此MBO身价立刻暴涨。

我们可以详细地算一算。

先看华强集团。华强集团91%的转让款仅价值2亿，如果华强合丰不是管理层的企业，那么10位高管只要拿出1个亿就可以掌握华强集团。华强集团的资产又价值几何呢？华强集团手中仅持有上市公司的股权就达14196万股，深圳华强2002年的业绩是每股0.14元，净利润是3701万元，每股净资产高达4.41元，股东权益为119166万元，按比例计算，华强集团持有的上市公司股权价值最低也在62604万元，以2个亿人民币的代价换取6个多亿的净资产，这样的算盘怎么打怎么合算。再看吴中集团。吴中集团原来的注册资本只有5000万，经过增资改为1个亿，管理层持有60%的股权，也就是说即使拿现金，最多不过6000万。但是吴中集团手中持有上市公司的股权为1.24亿股，占全部股权的36.16%，由于股权分散，第二大股东才占7.88%，因此，吴中集团属于绝对控股股东。而江苏吴中的年报显示，2002年上市公司的每股业绩为0.22元，每股的净资产为2.78元，股东权益7.9亿元，按比例计算，吴中集团手中的股权价值最起码为2.8亿。2.8亿的60%又是多少呢？2.8亿的60%是1.68亿，吴中的管理层们就这样以几乎是1块钱1股的原始股的价格取得相当于上市公司60%股权的资产，换句话说，以6000万的资金兑现1.68亿的净资产，折价幅度达到28%，这和白送又有多大的区别？

深圳华强和江苏吴中的MBO收购最大的特点就是绕过了上市公司MBO收购的政策防线，该披露的信息可以不披露，该披露100%的信息可以只披露50%，该履行要约收购义务的可以回避要约收购，该触及的国有股权转让通过场外协议就可以实施，最终上市公司的监管成为一句空话，国有资产堂而皇之地就流入了个人的腰包。中小股东眼睁睁地看着昔日的管理层摇身一变以原始股的价格成为和自己平起

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平坐的股东，而且还是大股东，想不同意还不行。

这公平吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大并购是谁的故事

1. 柳传志的紧张从何而来

联想 20 年前以 20 万元人民币起家，20 年后以 12.5 亿美元收购美国 IBM 的个人电脑业务，不管从哪方面讲，都是联想的创始人柳传志的成功和骄傲。

但是柳传志却感到了前所未有的紧张，这种紧张甚至远远超过了兴奋，和杨元庆号称追赶惠普与戴尔的豪言壮语形成了极大的反差。因为，柳传志知道，这一板拍下去，等待联想的，可能是一飞冲天，也可能是打入地狱。

柳传志的紧张是有道理的。

道理之一来自业内的评价。

PC 市场的老大、戴尔公司的总裁迈克尔·戴尔直言不讳地声称不看好联想收购 IBM 的 PC 部门，“计算机行业的历史上还没有过大规模合并带来成功的先例，我认为此次合并也不会例外。每次只要能够赢得竞争对手的一个客户，我们就会很高兴”。

PC 市场的老二、刚刚完成 280 亿美元大并购的惠普 PC 部门的执行副总裁 Duane Zitzner 则认为联想整合 IBM 的业务将会非常困难。“联想一直在中国，为中国制造产品，突然要为美国和法国生产产品，将会有许多后勤和供应链问题需要应对，要成为一个全球性的公司将会出现很多问题。”

戴尔和惠普是杨元庆扬言要追赶的竞争对手，戴尔的市场份额是 16.8%，惠普的市场份额是 15%，联想加上 IBM 的市场份额则是 7.8%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果说来自戴尔和惠普的评论不客观的话，那么来自国内外其他同行的评论则相对冷静。

目前国内风头正劲的方正集团新闻发言人声称不对竞争对手的行为发表评价，也不会就联想的举动作出反应。韩国 LG 电子则认为其他业者应密切观察并审慎应对，不过这不是一件容易的事。日本学者则坦率指出，不看好这桩交易，这种收购对降低零部件成本的效益不明显。

著名的 IT 评论家方兴东是联想收购的极力推崇者，方兴东对联想的赞美是直白的。他认为通过并购，联想的发展历程缩短了整整一代人，从 30 亿美元进入 100 亿美元，联想不仅跻身全球 IT 巨头的行列，而且一举扭转了换标和赞助奥运的负面影响，是一举多得。最悲观的结果无非是联想的失败提早一代人而已。

道理之二来自股市的反应。

联想并购的消息正式见报，复牌之后股价暴跌 4%，而形成鲜明对照的则是 IBM 股价上升了 2%。

国际投行的分析师对于联想收购 IBM 的亏损资产评价普遍偏低，普遍认为 IBM 扔掉的是包袱，是一次成功的转让。华尔街的分析师认为，IBM 出让 PC 将有助于进一步巩固戴尔和惠普的地位，因为他们还有机会成为 IBM 采购选择厂商，在国际化的道路上，他们会跑得比联想更远。

几乎在联想收购 IBM PC 业务的同时，IBM 宣布了一项在中国的新的合资计划，联手中国的长城集团进入服务器生产制造领域，而将其与长城合资的 PC 生产线划给联想。长城电脑发布的公告显示，长城已将原来和 IBM 合资的 PC 生产企业 20% 的股权转让给了 IBM，转让价是 4400 万美元，而长城当年的投资原值仅为 780 万美元。受此消息影响，长城电脑的 A 股价格连续大涨两天，在上证指数跳水的时候，封出涨停板。

长城电脑成为联想并购案的最大受益者。

道理之三来自联想走过的弯路。

联想集团靠 PC 起家，杨元庆接班以后的实践表明，多元化的战略并不成功，联想最终绕了一圈还是回到了 PC 业务上，这是一段弯路。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

联想集团的国际化努力也不顺利，互联网泡沫起来的时候，受投行的裹挟，联想投资 RM365 无疾而终，联手 AOL 亦不了了之，这是另一段弯路。

有这两次弯路的教训，柳传志自然就会想到并购的风险。第一是 IBM 的客户以后会不会认这个公司，第二是 IBM 的员工是否认这个公司，第三是业务、文化的磨合能不能成功。

而事实上，大企业的并购成功的可能并不大，70%注定是失败的。最近的事例就是和联想也牵过手的 AOL 美国在线。

比较中外媒体的报道，水皮发现一个非常有意义的现象。中文媒体提到联想并购的金额大多用 12.5 亿美元的概念，而美国媒体却更喜欢用 17.5 亿美元的概念。5 亿美元的差距不仅仅是价格的差距，实际还显示对资产质地的判断。中国人的概念中，联想是用 12.5 亿买到了 IBM 的 PC 业务，而美国人的概念中，IBM 是以 12.5 亿的价格卖掉了负债 5 亿美元的资产，实际净得是 17.5 亿。

仔细分析联想的收购内容，我们就能理解柳传志的紧张。收购是以现金和股票的方式完成的，而 6.5 亿美元的支付中，只有 1 亿美元是自有资金，其他的则来自银行的贷款。理论上讲，5 亿美元的贷款对于联想并不是一个太大的负担，但是如果收购的是一个亟待扭亏的而且有 5 亿美元负债的资产，那么不确定性就会骤增，联想的压力也会骤增。

美国的三大媒体在报道联想并购案时用的标题耐人寻味。《华盛顿邮报》的标题是“与 IBM 的交易使联想登上国际舞台”，《纽约时报》的标题是“IBM 出售个人电脑业务：架起中美公司间和中美文化间的桥梁”，《洛杉矶时报》则干脆就说：“IBM 出售它的个人电脑业务”，文中则评价，对于中国而言，此举的象征意义远远超出经济意义。

联想想要的是象征意义吗？有 17.5 亿美元这么昂贵的象征意义吗？

3 年前，当 IBM 的副总裁兼个人系统部总经理史蒂芬·沃德拜访联想并指出“IBM——联想”的设想时，杨元庆和柳传志都觉得犹如天方夜谭。但是 3 年后，这个沃德把“天方夜谭”变成了现实，而且

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还为 IBM 在新联想中谋取了 18.9%的股权，成为仅次于联想控股的第二大股东，与此同时还捎带着把自己送上新联想 CEO 的宝座，把杨元庆推上了董事长的席位。

联想和 IBM 都没有透露长达 13 个月的谈判细节，因此外人很难推导究竟谁在主导联想的并购。水皮的感觉有点与众不同，这起并购，与其说是联想收购 IBM 的 PC，不如说是 IBM 参股联想。

沃德代表 IBM 签字，沃德代表 IBM 出任新联想的 CEO，沃德就是 IBM 在新联想的代表，当然也会是董事。

IBM 从联想拿到了 6.5 亿美元现金，联想从 IBM 那里拿到了 5 年的商标使用权；IBM 从联想拿到了 20%的股权，联想从 IBM 那里拿到了海外的营销通路；IBM 成了联想的投资者，联想成了 IBM 的打工仔。

柳传志的紧张是联想国际化的代价，或者上天堂，或者下地狱；柳传志的紧张是联想未来的写照，或者跨越，或者堕落；柳传志命中注定要一直替联想紧张到最后。

2. 哈啤的尘埃是这样落定的

北京电视台最近正在播放电视剧《尘埃落定》。

《尘埃落定》是作家阿来的成名作，这部荣获茅盾文学大奖的长篇小说，讲述的是一个叫麦其土司的家族故事，故事发源地在康藏边境，时间在抗日战争和解放战争期间，小说以第一人称的叙述方式告诉了我们一个在外人眼中被当作傻子的二少爷大智若愚的故事。

小说描写的是藏民的生活，时空的倒翻给人以魔幻般的感受，坦率地说水皮在读原著时只知道有空灵之感，却常常不知道阿来所云何物，直到最近在电视上再次看到时而装傻时而精明的二少爷。

小说为什么和电视剧有这么大的区别呢？

最大的区别，读小说读者很容易就沉入其中不可自拔，尤其是像阿来这样以第一人称来写，而看电视却是以旁观者的角度，尤其是电视剧把阿来的第一人称改成了第三者旁白。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果把哈啤的争夺战也拍成一部电视剧，那又会怎样呢？

在哈啤争夺战硝烟散尽的时候，水皮回过头去观察哈啤之战的轨迹，心中的那个最大的疑团在慢慢的消融。

哪个疑团？

哈尔滨市政府扮演角色的疑团，那个神秘基金公司的疑团，哈啤管理层扮演角色的疑团。

哈啤是中国第四大啤酒供应商，SAB 则是全球啤酒第二大供应商，AB 则是全球啤酒第一大供应商，SAB 同时又是华润啤酒的大股东，AB 则是青啤的大股东，SAB 和 AB 的竞争背后实际上又是华润和青啤的竞争，和 AB 与 SAB 在全球排名如出一辙，青啤和华润现在在国内市场也是老大和老二的名份。因此，哈啤的争夺战，与其说是外商第二次对中国啤酒市场的兼并，不如说是国内市场的重新划分，不论是 SAB 和 AB，还是华润啤酒和青啤，拿下哈啤就等于是解放战争拿下辽沈战役那么的重要。

商场如战场。

战争的最高境界是什么？是不战而屈人之兵。

傻乎乎的麦其二少爷被土司派守北方边境时，没有像大少爷那样来攻打南方的其他土司，而是设计让拉雪巴土司和茸贡女土司火拼，坐收渔翁之利。

让我们现在看看哈啤之争是怎么打起来的。

2003 年 6 月 27 日，SAB 以每股 2.29 港元向中企基金购入 29.6％的哈啤股份；

2004 年 3 月 18 日，神秘基金公司 G lobal Cuit 以每股 3.25 港元向哈尔滨市政府购入 29.07％的哈啤股权。

2004 年 4 月 23 日，摩根士丹利报告透露哈啤爆发收购战，同时摩根大通以 3.35 元增持；

2004 年 4 月 27 日，AB 以每股 3.7 港元购入 G lobal Cuit29.07％的哈啤股权，G lobal Cuit 获利 1.31 亿港元；

2004 年 5 月 5 日，SAB 要约收购哈啤，每股开价 4.3 元。这个价格比停牌前的交易价高 33.3％；

2004 年 5 月 25 日，AB 斥资 800 万美元在哈尔滨市设立城市发展

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信托基金；

2004 年 5 月 31 日，AB 以每股 5.058 港元增持 8.33%，其中金露嘉星等管理层 2%的期权；

2004 年 6 月 1 日，AB 提出要约收购，开价达到 5.58 港元，较停牌前溢价 9.41%；

2004 年 6 月 4 日，SAB 宣布退出哈啤。

哈啤收购战看上去皆大欢喜。

SAB 不到一年，净赚 1.24 亿美元；

哈啤管理层兑现 1.2 亿期权；

哈尔滨市政府获得 800 万美元基金；

神秘基金公司一个月收入 1.31 亿港元；

AB 得到了一个完整的哈啤，付出的却是最初 SAB 2.29 港元整整一倍的价格。

当然，最大的赢家还是哈啤。哈啤的市价从 30 亿港元升到 60 亿港元，哈啤的投资者全部跟着哈啤的股价坐了一回直升飞机，哈啤争夺战让我们再一次看到当年宝延争夺战的硝烟，如果哈啤是在上海或者深圳上市，那么就是一个完满的结局了。

哈啤会爆发收购战，重啤会爆发收购战，啤酒花难道就不会爆发收购战吗？麦其家的傻少爷最终还是当上了麦其家最后一位土司。

3. 中关村是谁的滑铁卢

中关村是谁的滑铁卢？

中关村首先是段永基的滑铁卢。

尽管段永基只是中关村的总经理，但是谁都知道，段永基是中关村的精神领袖，中关村的真正的村长，中关村的董事长换了三届，谁知道郝有诗、袁振宇，包括现任的张贵林？

没有人把中关村的兴衰和董事长联系在一起，这是段永基做人的荣耀，却是段永基做事的悲哀，因此段永基面对中关村的败局只能任人嘲讽、取笑，甚至谩骂，也正因为此，所有的评论都把中关村定义

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为段永基的滑铁卢而不是别人的滑铁卢。

不能说没有道理。

中关村的年报显示，2003 年度这个上市公司的资产规模为 74.6 亿元，股东权益为 9 亿元，主营收入 5.96 亿元，亏损高达 6.33 亿元，每股净亏损 0.9383 元。2004 年第一季度报表显示，又亏损 2500 万元，每股再亏 0.037 元，净资产 1.2984 元，调整则为每股 0.0335 元，距离资不抵债只在咫尺之遥。难怪，中关村刚刚被 ST 马上又成为带星号的 ST。

中关村怎么会走到这一步的，投资者困惑，管理层困惑，正因为这种困惑，北京证管办对中关村立案审查，虽然现在没有结果，但是从媒体的披露，我们大体可以看出中关村的轨迹。

轨迹之一是投资失误。尤其是公司 24 亿元豪赌广州 CDMA 项目。CDMA 是个好项目，中关村和段永基的判断都没有错误，特别是段永基对广州选址的判断更是精确，事实证明广东和北京在 CDMA 的业务量中已占到 19%。但是，段永基人算不如天算，他做梦也没有想到，中国政府将 CDMA 项目统一到联通经营，广州项目被迫“先移交，后清算”。项目是被移交了，但是清算却迟迟不见动静。中关村既得不到现金流，又拿不到抵偿款，两头落空，而且一旦清算到位，中关村的潜亏足以破产。

轨迹之二是巨额担保。中关村本身资产达 104 亿，负债高达 87 亿。从媒体陆陆续续的披露来看，从公司董事会对担保程序的强调来看，中关村的担保显然在相当长的时间内失控，数额高达 50 亿左右。当然大部分担保有中关村建筑子公司的因素，不可能成为呆坏账，但是对外界的冲击依然巨大，尤其是部分担保没有按规定披露，让人浮想联翩。

轨迹之三是多元经营。中关村涉及的领域之广令人咋舌，有建筑、有地产、有软件、有通讯、有医药、有证券。在公司出让了北京科技园和清华园以及北京地铁、上海四通商贸城的股份后，公司的主业依旧模糊。为中关村提供利润的是四环制药（3482 万），中关村建设（855 万投资收益），中关村证券（股利 240 万），而所谓的科技股板块却亏损累累。与微软合资的中关村软件亏 2587 万元，森泰克数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

据亏 2219 万元，中关村数据亏 1560 万元，这一块收入 1.3 亿元，净亏却达 6299 万元。

轨迹之四是……

所有企业经营中的大忌都让中关村碰上了，中关村不亏损，谁亏损？

但是，这真的是段永基的错吗？

中关村脱胎自当年臭名昭著的琼民源。琼民源当年因为虚构巨额利润，操纵股价而被停牌，为了挽救琼民源，北京市政府推出北京住总接盘，为了帮助琼民源的股民解套，又给琼民源换上了金光灿烂的中关村名号。1999 年 7 月 12 日挂牌的中关村，定向增发 18742.35 万股，每股发行价 5.78 元，原琼民源股民手中的 18742.35 万股琼民源按 1：1 置换成中关村的流通股，这样共同构成中关村 3.7 亿的流通盘。

中关村实际上名不副实。

中关村的大股东中，北京住总建设占 40.01%，北京国有资产经营公司占 1.63%，北京新技术发展服务中心和北京实创高科技公司均占 0.74%，联想 300 万股占 0.44%，北大方正 300 万股占 0.44%，同为发起人的四通集团现在排到第 15 位都轮不上。从股东的结构就可以看出，中关村实际上是一家建筑公司，事实上，中关村控股中关村建设也一直是中关村的主要实体和主要利润提供者。把中关村这么一个高科技的代名词送给一家建筑公司，把四通集团的董事长段永基“屈尊”请到中关村做个总经理。这样的“拉郎配”，目的就是一个，为中关村的炒作提供概念。当年水皮杂谈曾以“中关村只有一个”为题指出其中的隐患，水皮的痛心疾首当然是苍白的，中关村一度也确实给管理层撑足了场面，股价借网络泡沫的炒作冲到 45 元的高位，不但全线解放琼民源的股民而且为他们带来了超过 100% 的回报，上上下下，皆大欢喜。

一个是名不副实的中关村，一个却是货真价实的段永基，悲剧就是在这种转换中上演的。货真价实的段永基要为名不副实的中关村正名，就要在产业上为中关村转型，就要淡化中关村的老主业建筑和地产，就要强化中关村的软件和数码，CDMA 是这种努力，中关村软件

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是这种努力，森泰克数据也是这种努力，这种努力的方向没有错，但是，没有结果。

中关村的今天实际上是琼民源的昨天，中关村未来就是琼民源，琼民源本来就应该是今天的中关村，就应该被 ST、被* ST、最终被摘牌。

ST 中关村被改成 ST 中科，保住的是中关村的颜面，保不住的是“拉郎配”的悲剧。

段永基的舞台一直在四通，中关村充其量只是段永基的“堂会”，中关村与其说是段永基的滑铁卢，不如说是管理层的滑铁卢。

4. 大块头未必有大智慧

小品演员潘长江长得矮小，所以他声称自己“浓缩了人生精华”；四大天王刘德华往自己的身上贴上硅胶扮健美，所以他声称“大块头有大智慧”。

潘长江浓缩的未必是人生的精华，这就好像大量的上海本地小盘股最终落得重组更名的下场一样，刘德华扮演的大块头同样未必拥有人类的大智慧，这或许能解释国企大盘股为什么总是涨不起来一样。

2004 年 4 月 8 日，上海一百和华联商厦同时宣布，这两家同属百联集团的上市公司将进行合并。如果一切顺利的话，那么 4 月 28 日之后，中国股市又将开创一个新的记录，一个上市公司之间相互兼并的记录，一个中国股市减法的新记录。合并完成之后，代码 600632 将永远空白，代码 600631 将会变成上海百联集团股份有限公司，不管是上海一百还是华联商厦，不管是一百兼并华联还是华联折股进入一百，总之一百和华联都将成为历史，留在千万进进出出过这两位紧紧挨着的难兄难弟的股民的脑海深处。

上海一百和华联商厦于 1993 年 2 月 19 日同年同月同一天在上交所挂牌，上海一百的代码是 600631，华联商厦的代码是 600632，一前一后都曾经成为上海市场商业板块的领头羊。上海一百坐落在繁华的南京路路口，是上海和全国最大的商业流通企业之一，总股本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

58285 万股，主营收入 26 亿，利润总额 7000 万，每股收益达到 0.12 元；华联商厦的前身则是创建于 1918 年的上海永安股份有限公司，公司除经营商业之外还兼营房地产和进出口贸易，曾经在全国零售商业企业销售排行榜金榜排名中名列第二，总股本 42260 万股，主营收入 15 亿元，利润 9600 万元，每股收益为 0.20 元。

两个上海商业的巨无霸为什么要合并呢？

避免同业竞争是一个原因。上海一百和华联商厦同属上海新成立的百联集团，而上海百联集团一共有七家上市公司，分属三大行业。华联商厦本身还是上市公司华联超市的第一大股东，持有 50% 的控股权。

为百联集团整体上市开路是另一个原因。上海一百和华联商厦合并后一共拥有 14 家百货商场和 3 家购物中心，总资产达到 59 亿，主营收入为 41 亿，总利润可超过 2 个亿，股东权益有 32 亿，无论是资产规模还是净资产规模都将成为沪深两市商业板块的绝对第一。百联集团立志打造中国的沃尔玛，一百和华联的合并只是这个锻造过程中的第一步，第二步就是谋求整体上市。

百联集团的算盘能不能如意呢？

关键不在于大股东，而在于小股东。

根据预案，上海一百和华联商厦的合并构成关联交易，控股股东和关联股东必须回避，其持有的股份不计入有效表决权票，合并要想顺利通过，必须由出席股东大会的其他中小股东 2/3 以上同意才行。

小股东是投赞成票还是会投反对票？

两个上市公司的合并在中国股市的历史上是个创举。1999 年的时候，曾经有人策划过原水股份和凌桥股份的合并但是没有成功。原水股份和凌桥股份的主营业务都是自来水供应。原水 1999 年总股本 17 亿，资产总额是 52 亿，主营利润是 5 个亿，但是股价最高却只有 9.22 元，凌桥股份当时的总股本只有 2.3 亿，资产总额只有 4.8 亿，主营业务利润只有 5000 万，但是股价却高达 19.68 元，此后的 2000 年甚至高达 30 元，是同期原水股份最高价的 3 倍。一个盘子大，业绩好，股价低；一个盘子小，业绩差，股价高，合并就成为一个难以解决的问题。而上海一百和华联商厦的盘子相当，上海一百总股本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5.8 亿，华联商厦总股本 4.3 亿，前者流通股 1.88 亿，后者流通盘为 1.24 亿，净资产前者为每股 2.96 元，后者为 3.57 元，二级市场的价位，前者为 9.20 元，后者为 9.53 元。方案设计者针对两家的流通股和非流通股股东设计了两套折股方案，非流通股以净资产为基准，按 1：1.273 的比例折股，流通股则按 1：1.114 的比例折股，另外如果不愿意参与新公司，老股东还有现金变现的选择，非流通股股东按净产值变现，流通股股东按此前 12 个月的平均交易值上浮 5%变现，交易价格分别为 7.62 元和 7.74 元。

百联的合并方案在平衡各方利益上的确用心良苦，也给中小股东留下了自主的空间。但是正如媒体在报道时的担心一样，谁也不敢对此打包票，谁也不敢拍胸脯，合并后的百联股价会向何处去，是走高还是走低。走高，当然好，但是理由何在呢？

百联合并之前是商业股，百联合并之后还是商业股。商业企业竞争激烈，商业企业微利经营是不争的事实，百联的合并或许有规模效应，但是合并的直接后果就是流通盘突破 3 亿，百联将变成名副其实的大盘股，百联的利润能够有相同幅度的增长吗？

大块头未必有大智慧，因为有没有智慧并不在块头的大小；巨无霸未必受欢迎，因为赚不赚钱同样和块头大小没关系。

5. 郭广昌为什么胆大妄为

郭广昌收购南钢股份，一不小心就收购出一个第一，中国股市第一个要约收购案，于是 2003 年的 4 月 9 日，我们看到了南钢股份的公告。

公告是这样说的，因为占股本 70.95%的国有股的转手没有被中国证监会豁免，所以公告南钢新老大股东持股变动报告和要约收购书。

公告是很公文的，换成大家都听得懂的话就是南钢的大股东换人了，换成了南钢联合有限公司。虽然说这个公司的抬头还是南钢，但是南钢的股权只占 40%，这个 40%由南钢持有的上市公司国有股和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其他资产构成，而其他的60%由郭广昌的复星集团等三个公司持有。说白了就是郭广昌通过和南钢集团组建南钢联合有限公司实际控制了南钢股份，控股份额超过30%，必须履行要约收购义务，也就是说要问一下其余30%的投资者，你们还跟不跟我复星玩，如果不跟我玩了，那么，可以把你手中的股份卖给我。

中国股市自开市以来，并购重组不下几百起，仅去年一年就有90家上市公司的国有股股权转让给了民营企业，但是像郭广昌这样坦白地站出来发布要约收购的一个也没有。换句话说也可以这样表述，中国证监会没有像历史所有的重组并购那样豁免郭广昌的要约收购，这是为什么？

郭广昌的解释有两个，一方面南钢收购案在《上市公司收购管理办法》明确的可豁免之外，另一方面，也好给投资者一个选择。

2002年12月1日起执行的《上市公司收购管理办法》第四十九条规定，5种情形可以豁免收购人要约收购义务。第一种是上市公司的股份在同一个实际控制人控制的不同主体中转移，实际控制人没发生变化；第二种则是上市公司面临财务困难，收购人为挽救公司进行收购且提出切实可行的重组方案；第三种由于发新股，收购人持有股份超过30%；第四种是法院裁决办理转让，导致收购人持有的股份超过30%；第五种则是中国证监会为适应证券市场发展变化和保护投资者合法权益的需要而认定的其他情形。

郭广昌的收购案是一个正常的收购案，不在任何优惠照顾的范畴之列。

郭广昌的收购案还是一个优势民营企业和绩优国营企业的强强联合案，是真正意义的并购。

所以，一不小心就成了全国第一案。

我们不妨看一下郭广昌开出的要约收购标的：法人股240万股，要约收购价每股3.81元，根据是公告前6个月的每股市值；流通股14400万股，要约收购价是5.84元，根据是公告前30个交易日的每日加权平均价格的90%。

然后我们再来看一下郭广昌要收购的南钢股份。年报显示，南钢股份的总盘子是5.04亿股，其中国有股为3.5760亿股，每股净资产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3.457 元，每股利润是 0.482 元，净资产收益率高达 13.95%，当年的发行价是 6.46 元，公告前一天的交易价是 7 元整。

这样的业绩和这样的价位绝对不算偏高，郭广昌的上市公司旗舰是沪市有名的复星实业，复星实业的价位目前是 10.91 元，以郭广昌 + 复星实业 + 钢铁复苏板块的概念又会有多少投资者愿以区区 5.84 元的价格转让股权呢？

南钢联合控股 70.95%，意味着一旦履行要约收购，最高的收购成本将达到 8 个亿左右，而南钢联合的总股本就达 27.5 亿，这点成本和南钢每年 2 个亿的利润比不算太大。郭广昌面临的最大风险在于如果要约收购超过 5%，南钢就有可能退市，但是这种可能性现在看来小之又小。

市场是最敏感的，南钢公告的当天，涨幅居前的齐刷刷是钢铁板块，一个曾经被市场视同夕阳行业的板块，一个要约收购案能够带来一个行业的价值的发现不能不说这是郭广昌的超人之处。

郭广昌的胆大妄为的象征意义就在于开创了中国股市并购重组的常规模式，而不是“非典型性豁免”。

6. 要约收购为什么频仍

要约收购在中国市场上一旦破茧，就有振翅欲飞的势头，继南钢和成商之后，江淮动力和中孚实业又进入我们的视线。

从江淮和中孚发布的公告看，他们既和南钢及成商有相似之处，又有不同之处，而最大的不同，在于这两家其实都是间接收购触发要约底线的。

比如江淮动力是因为母公司江动集团被重庆东银实业（集团）收购，导致实际控制人发生变更。江动持有江淮动力 62.64% 的股份，远远超过 30% 的上限，因此收购方重庆东银不得不向除江动外的全体股东发出收购要约。这一单涉及的流通股是 11440 万股，占公司全部股本的 37.36%，公布的收购价是每股 6.05 元，资金总额为 69212 万元，东银集团已经将相当于收购资金总额的 20% 即 14000 万元打入指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定银行备付。

又比如中孚实业更涉及外资收购母公司。根据公司的公告称，巩义市政府拟将其持有的河南豫联能源集团有限责任公司国家股 14866 万股，即总股本的 78.8% 转让给在境外注册的 Ever – wide Indus trial Limited 公司，而河南豫联集团是中孚的第一大股东，持有中孚实业国有法人股 5976.72 万股，占中孚实业的 44.18%，这就意味着中孚实业也面临实际控制人变动的局面。从比例上看，外资刚刚超过了收购的底线 4.81%，要约收购的股份额量达 65.19%，金额估计也在 6 个亿以上。

从已经公布的四家要约收购案看，他们不管是直接收购还是间接收购共同的特征就是国有股权退出，民营资本和外资进入。这种现象和中共十六大之后国有资本结构调整速度加快有着极大的关系，可以预期的是，随着国有资产管理委员会的到位，随着国资管理条例的完善，尤其是随着地方国有资产管理机构的建立，以产权交易为特征的国有资产重组将迎来一个高峰期，上市公司的股权置换也会迎来一个高峰期，要约收购只会越来越多，从这个角度讲，重组股就是股市永恒的旋律。

但是，这个旋律是不是就永远那么动听呢？

未必。

未必的原因之一是但凡走要约收购这条路的，虽然没有收购方会以退市为目的，但是很难说每个公司的收购都不会出现，而一旦突破 25% 的底线，公司就面临着退市的风险。这里面既有公司质地的因素，也不排除股市的系统性风险。

未必的原因之二是但凡是走要约收购之路的，一般而言不至账面太难看（如果财务有严重困难的话就可以享受豁免待遇了），所以涉案者一般是白马公司，业绩的变动也不至于像亏损或垃圾股那么大，炒作空间有限。

未必的原因之三是但凡要是要约收购之路的，风声早就被先知先觉者所嗅到，该建的全都建了，该吃的货都吃，消息公布之日就是变现的良机。尤其是一些机构重仓的股票，如果大家都选择兑现的话，完全可能把货都倒给收购者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果大家不以为然，调出这四个公司的K线图就一目了然了。

旋律是好旋律，就是调有些平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

郑百文是谁的成功

1. 张继升不是活雷锋

网上的帖子说，东北人都是活雷锋，水皮就想，张继升的祖籍是山东，虽然大多数东北人都是闯关东的山东人，但是张继升还不是活雷锋。

因为活雷锋是不会说出“早知今日，何必当初”这样的感慨的，也不会语带哽咽的，那样太不高大，太不典型，太过于生活，太过于真实。

就这么一句话，让太多的人通过在现场的记者之眼看到了一个有血有肉、有情有义的山东汉子的形象，这个形象和他长期以来给人的强硬、执著，甚至狡诈的印象形成了强烈的反差。

张继升说的是句真话，尽管他崇尚理性，《证券时报》的记者采访他时发现，“没想到”三个字成了张继升的口头禅。

首先是没想到市场及舆论压力这么大。在三联重组郑百文的过程中，不可避免把三联对郑百文的拯救与退市机制联系起来，并直接导致了中国证券市场的退市机制启动。

其次是没想到“50%”引发的法律争议那么大。如果说郑百文进入破产程序之后，三联再以战略投资者的身份进入，那么即使“80%”也不会存在“默示”和“明示”的争议。

再者是没想到股市暴跌，股权大幅缩水。这直接影响到三联重组郑百文的财务成本，令张继升低成本进入证券市场的战略试图遭到了严竣考验。

还有是没想到在重组期中有那么多的规范条件出台。这其中既有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

针对重组行为的，也有针对重组利润计算的，也有针对新股和增发的补充条件的，还有赔偿机制的启动，条条对郑百文都是紧箍咒，招招都点在三联的要害处。

另外就是没想到重组的成本逐步加码。最初张继升是宣布如果郑百文 PT 他就退出，之后是宣布如果仅仅被 PT 并不影响增发的话，他还坚持，再后来是宣布重组不成，资产退出，最后才宣布无论重组成功与否，都不退还资产，可以说，情形变更的结果，把张继升一步步逼到了墙角根。

其实，张继升是完全可以在任何时候顺水推舟退出郑百文重组的，但是他没有。

当然，张继升还有一点是想不到的，正是因为他的坚持，才导致了官方对资产重组规范的加速，正是因为他的坚持才导致了这个市场的所有参与者对许多大事大非的争辨和再认识，实事求是的讲，张继升把一件坏事做成了一件好事。

水皮是一直坚持地认为郑百文应该破产的，也是应该退市的，而且应该从讲政治的高度彻底讲掉郑百文。最初还认为正是张继升的出现阻碍了中国证券市场规范的步伐，但是现在回过头来看，既然确定了郑百文死活不会破产和退市这个前提，那么张继升现在的所为和结果应该是一种理想的选择。

重组郑百文对三联不啻是一种磨难，对张继升更是一种煎烤，就时机而言，张继升已经失去了最好的市场环境，一切又要从头开始了。

张继升不是活雷锋，证券市场又有谁就应该当活雷锋呢？

2. 郑百文为什么总幸运

羊年新春的最后一天，郑百文发布了申请恢复上市的公告并且透露已经聘请中国信达资产管理公司作为恢复上市的推荐人。

时隔两年之后，郑百文再一次成为人们关注的热点，尽管充满了悬念的郑百文已经只剩下惟一的一个悬念，那就是开盘之后的走势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

郑百文的重组经历，对于一个上市公司而言是一个凤凰涅槃的过程，对于投资者而言是一个理性备受煎熬的过程，对于法律而言却是一个被污辱和被伤害的过程。

郑百文的矛盾集中地体现了中国股市的特征，那就是混沌。

混沌之一是上市。曾经被河南封为"国企改革旗帜"的郑百文当年根本就不具备上市的资格，在依靠假账班子的包装下完成上市之后，又走上一条盲目扩张的毁灭之路，最终欠下20多亿元的债务。

混沌之二是退市。尽管从1998年开始，郑百文就连续报出巨亏，但是直到2001年中国证监会发布《退市条例》止，存续了10年之久的中国市场居然找不到一条上市公司退市的通道。

混沌之三是重组，一方面信达资产管理公司有15亿元的不良资产要变现，一方面郑百文尚未退出二级市场，一方面山东三联觉得物有所值，一方面却是屡闯禁区，屡试屡成。

混沌之四是诚信。新华社揭露郑百文的报道披露后，证监会发言人称为这样的公司重组提供特殊政策会给市场形成误导，但最终的结果表明，从上交所到结算公司，从郑州中院再到管理层，郑百文重组上帝保佑，有惊无险。

郑百文的重组要害在于对50%流通股股权的过户和转让，这是山东三联承债重组郑百文的前提，也是引出股东大会是否有权决定股东股权归属和默示原则能够成立的关键所在，更是舆论关注郑百文重组是否有悖法律精神的根本所在。

两年前在《你有权保持沉默》一文中，水皮曾经写下过这样的文字："水皮虽然不是学法律的，但是也懂得股东大会的决议只对股份公司的运作有效，而对股东的个人行为无效。以有价证券形式表现的公司股份完全是股东的个人财产，他愿意还是不愿意将这50%的财产在证券登记公司的登记上的市值体现，送给所谓的战略投资人完全是他个人的权利，任何人、任何机构和组织都无权帮他作出回答，更不用说股东大会。否则，郑百文股东大会可以要求划转所有股东50%的股权给别人，郑百文股东大会就可以要求从股东账上划走60%的股权，郑百文股东大会就可以要求划走80%的股权，仅仅只要以重组的名义。事实上，郑百文重组方案一开始就受到侵害小股东利益的攻

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

击，这种侵害表面上看是对流通股份的侵吞，而实际上影响最大的还是对股东基本人权的“漠视”。

水皮的乌鸦预言不幸成为现实。

2003 年 1 月 17 日，深中浩发布临时股东大会决议公告称会议审议通过《关于公司法人股东无偿出让 50%法人股份并支持公司重组的议案》，在公司重组中，需法人股股东无偿出让 50%股给承债的深圳市恒业实业有限公司。

无独有偶，2003 年 1 月 24 日，银山化工发布董事会公告称通过了《关于公司流通股股份置换的议案》，根据这个议案，公司流通股股份与成都国贸实业集团公司股份以 1∶1 的比例进行置换；置换后，流通股股东将其置换来的股份 50%零价补偿给成都国贸实业公司。

一直被业内外人士善良地视为特殊案例的“郑百文”模式有了普遍化的趋势，“理”和“法”的冲突再一次摆到了所有人的面前。

的确，郑百文也好，深中浩也好，银山化工也好，你不出让 50%的股份重组就没戏，重组没戏，企业只能选择破产，企业破产，你的股份血本无归，这就是所谓的“理”。一个建立在股份公司事实上不能破产基础上的“理”。

这样的“理”能够在多大程度上维护股东的权利？

3. 张继升为什么重组郑百文

今天是 2003 年 7 月 18 日，一个吉利的日子。郑百文选择这一天重新开始它的上市生涯，很快投资者再打 600898 的时候，电脑屏幕上出现的就不再是“郑百文”这三个字了，三联商社将正式成为这个公司的新名称。

这是一个很多人都在期盼的日子，这一天郑百文的复牌不受 10%涨停板的限制。持股者希望郑百文能再现当年琼民源的走势，开盘之初一步到位，把这三年的损失全部夺回来，这样就意味着当天的股价不能低于 11 元的定位。旁观者则期望郑百文能够有一个务实的开始，有一个和三联商社的业绩相吻合的定价。如果说 50%的损失一定要在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当天就找补回来的话，有多少新人会为此埋单呢？

当然，心情最复杂的莫过于三联的总裁张继升先生，辛辛苦苦三年，复牌的价位是多少对于他恐怕已经没有多大的意义了，2002 年 2 月 6 日他“早知今日，何必当初”的感慨太真切地表达了他的心迹。今天，是他解脱的日子。张继升为什么要重组郑百文呢？

如果 2000 年 3 月，信达公司作为郑百文最大债权人提出的破产申请法院能够受理，如果郑百文成了中国证券市场“第一个由债权人提出破产起诉的上市公司”，那么还会有张继升的拍案而起吗？

张继升之所以要重组郑百文，原因之一就在于郑百文给了张继升机会，或者确切地讲郑州方面死要面子活受罪的做法给了张继升机会，讨价还价的机会，50%股价无偿过户的机会，法律层面上创新的机会。原因之二则在于 IPO 的恐惧，三联集团号称山东省政府重点扶持的八大集团，却又是八大中惟一没有上市的集团，张继升不是不能 IPO，而是不愿意为 IPO 而东拼西凑，而花费 2～3 年的时间。当然，张继升想不到的是，正是因为这个市场的不规范给了他机会，又正是这个市场的规范化过程而使他备受煎熬，付出了当初他“没想到”的代价。事实上，如果说张继升重组郑百文最初纯粹是一种商业行为，是逐利动机的话，那么市场情势的一再变更就完全打乱了他的如意算盘，最后与其说他咬牙重组是出于信用还不如说是出于无奈。

张继升重组郑百文对中国证券市场是有贡献的，这个贡献并不是像他所说的避免了郑百文 10 万股民因为破产而血本无归，信达公司 12 个亿的不良资产无从变现从而造成国有资产流失，而是在于由于郑百文的非正常重组引起的强烈关注导致了退市机制的启动，推进了资本市场革命化的一步，这种意义可以和猿进化为人相提并论。否则，很难令人想像沪深股市今天会有那么多的退市公司，会有那么多带星号的 ST 公司。

张继升是水皮的师友，水皮从中国股市政治批判的角度写了两本书，其中之一叫《猴市》，作序的就是张继升；张继升又是水皮的酒友，“每次见面必斟酌且时常至酩酊”、“由文质彬彬、字斟句酌而至海阔天空、云山雾罩”。但是，在张继升重组郑百文的事情上，水皮一直就唱反调。张继升没介入前，水皮呼吁从讲政治的角度彻底从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场上“讲”掉郑百文，张继升介入之初，水皮发表杂谈称“郑百文没有赢家”和“义愤代表了什么”，张继升深度介入之后，水皮写下了“退市令拯救张继升”、“你有权保持沉默”这样的文字，张继升完成重组之后，水皮感言“法律像块搓脚布”、“张继升不是活雷锋”、“郑百文为什么总幸运”。这些杂谈零零总总加起来一共有十七篇之多，时间跨度从1999年至今，遣词造句有些温和，有些刻薄，有些肯定，有些批判，设身处地为张继升想的少，穷追猛打追求道义的多，每每关键时刻心中也有彷徨，也有歉疚，但是最终依然运笔如飞，不吐不快，尽管没有听到张继升的责难，但是作为朋友，水皮心中也为此不安。一个是做企业的商人，一个是写东西的文人，角色不同，角度不同，义务和责任也就不同，道德和约束更不相同，这个世界上没有十全十美的东西，“恶”谁都不喜欢，但是很多时候却是推动社会历史进步的动力，郑百文该破产不破产、该退市不退市理当为“恶”，可是却由此“恶”推动了退市机制，你说张继升究竟是中国证券市场的罪人还是功臣呢？

写了这么多的郑百文，该说的话早就说过，该发的牢骚已经发尽，但愿郑百文今天的复牌对我们大家都是一种解脱。

7月18日，是一个好日子。

4. 三联商社不是郑百文

不止一次，水皮在杂谈中说这是最后一次写郑百文；同样，不止一次，水皮在杂谈中说下不为例。

但是，每到关键的时刻，郑百文就是那么不依不饶、不屈不挠地出现在水皮的视线中，叫你欲写不忍，欲罢不能。

2004年6月11日是个星期五，水皮手机上的移动证券屏上就出现了郑百文老股东起诉“郑百文”股票回购案的报道，短短的几十个字告诉我们，郑百文股票强制回购的麻烦终于还是来了。

2003年7月11日，PT郑百文宣布，经公司申请，上交所安排，公司将于7月18日开始恢复在上交所的挂牌交易，本次恢复交易后，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的名称变成“郑百文”，股票代码依然为600898。这意味着纷争了将近3年的郑百文重组终于尘埃落定了。但是，大多数人没有注意到的是在此前的7月9日，PT郑百文还发布了另一则公告，公布的是在重组过程中留置股份的处置情况，称，公司于7月8日接到中国证券登记结算公司上海分公司的来函，按照河南省郑州市中级人民法院民事判决书、民事裁定表和协助执行通知书的要求，登记公司已于2003年6月24日根据公司董事会确认的数据将回购股份过户到公司指定的账户，并于次日办理了回购注销登记。回购共涉及38个账户，注销数量111362股。此外，登记公司于2003年7月4日根据公司董事会确认的数据办理了已被司法解冻的郑百文股份过户手续，将466个股东账户持有的319094股郑百文股份过户到三联集团郑百文重组专用账户中。至此，公司申请的股份过户尚有2个股东账户因司法冻结无法办理，共涉及股份71000股。除此之外，公司重组过程中所涉及的股份变动手续已经全部办理完毕。

2003年7月18日郑百文恢复上市当天，郑州股民邢慧云、李香玲向郑州市金水区法院起诉郑百文和中国证券登记结算公司，要求返还被以每股1.84元而强制回购的股票，邢股民和李股民就是此前7月9日郑百文公告中提及的那38个股东中的二位。郑州法院于2003年10月10日立案时，诉讼人数已经扩大至6位。

郑州法院的判决在情理之中，意料之外。

为什么在情理之中呢？

因为郑州法院的宣判事实上宣告，郑百文强制回购行为无效。

郑州法院认为，依据公司法，公司除了为减少公司资本而注销股份或者与持有本公司股份的其他公司合并外，不得收购本公司的股票，这是其一；股东大会有权决定公司的经营方针和投资计划等重大事项，但法律未授权股东大会有权处分股东对其享有的股权，公司法规定只有股东享有其处分股权的权利，这是其二；郑百文股东大会决议给了股东表达意志即提交《股东声明》的机会和权利，却无视股东“既不同意过户也不同意回购”的声明，强制回购，违背股东意愿，这是其三；郑百文在强制回购中以单方面所谓“独立财务顾问”所确定的“公平价值”回购，缺乏法律依据，违反民事活动中自愿、公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平、等价有偿原则，这是其四。

这四条理由，每一条理由都曾经让包括水皮在内的业内业外人士阐述到几乎通透的地步，但终究没有挡住郑百文的重组。因此，今天郑州法院的判断并不是什么“豁然开朗”，而是拨乱反正。

为什么又说是意料之外呢？

因为，事实上郑百文的重组之所以能一而再、再而三地突破法律禁区，问题就在于郑州中院的“为郑百文服务”。

郑百文股东大会通过重组决议之后，上海证券登记结算公司并不敢就此为三联商社办理流通股 50% 的股权过户，在上海方面多次退回三联商社的申请之后，郑百文策划了所谓“周瑜打黄盖”的“苦肉计”，由郑州市市区农村信用社联合社等 8 名当事人状告郑百文，要求郑百文确认公司作出的“关于股东采用默示同意和明示反对的意思表达方式的决议”有效，并敦促公司根据股东大会决议办理股份过户手续。2001 年 11 月，郑州中院发出民事判决书，上海证券登记公司正是拿着这份判决书和协助执行通知书强行把郑百文股东账户的 50% 的股票划给了山东三联，为上海方面同时成为此次被告埋下伏笔。水皮当时曾发表杂谈，极度痛心地指出，“法律是块搓脚布”（见《猴市》P103）。

郑州中院“为郑百文服务”并不是第一次，实际上早在中国信达资产管理公司申请郑百文破产时已经开了先例，那一次如果不是郑州中院以材料不全而退回信达的破产申请，而是依法受理的话，那么根本就不会出现以后的种种匪夷所思的事态，也就不会有今天的官司。

为什么同样在郑州，同一件事情，2001 年的判决和 2004 年会出现相反的结论呢？究竟是什么力量催化了这种转变，是良知、道德抑或行政？

水皮有理由相信，这起拖了 10 个月之久的诉讼并不是郑州一个区的法院自己能够审判的，郑州中院即使没有参与意见，那么郑州市的审判委员会也会平衡前后两起判例的。郑州金水区的判决虽然各打 50 大板，退回股民的只有 50% 的股票，但是透露出一个强烈的信号，那就是，今天的郑州已经不再是昨天的郑州，今天的郑州法院已经不再是昨天的郑州法院。既然强制回购侵犯股东利益，既然股东大会无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权处置股东股份，那么，受此影响将郑百文推上被告席的就可能不只是现在的6位股民，退回的股票也完全有可能不止是50%。

当然，最重要的原因还并不是郑州的变化，而是郑百文的变化，郑百文现在已经改成了三联商社，郑百文是郑州的企业，三联商社是济南的企业，郑州也许什么都没改变。

郑百文已经成了历史，三联商社就是三联商社，三联商社不是郑百文。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银山化工是谁的耻辱

1. 银山化工为什么“不幸”

老天有眼吗？

老天是有眼的，尽管他有时候眼开眼闭，有时候他昏睡不醒，但是不管如何总有睁开的时候。

这就是天理。

银山化工日前发布的公告称，原定 21 日召开的临时股东大会取消，换句话说，这个已经退市的“上市公司”的重组搁浅，郑百文模式的“幸运”之神没能光顾这个该破产而没有破产的公司。

银山化工的董事会办公室在接受媒体的采访时证实，公司决定暂停这一方案是为了寻求一种利益各方都能接受的更好的方案，因为这一方案在上月 24 日公布后犯了众怒，公司收到的股东电话、传真非常多，质疑的有、反对的有，更何况在原来的置换方案中根本就没有法人股什么事，变成了事实上的流通股割让 50%，而法人股全部清盘的局面，对于法人股而言这和破产没有本质区别，谁会投赞成票？

当然，问题的实质其实不在于此，因为郑百文的经验一再证明由大股东认可的方案任你散户如何顶牛最终都胳膊扭不过大腿，最终只是提高重组的成本而已，羊毛还是出在羊身上。

问题的实质在于这种方式的合法性。这种合法性的威严并不是一句创新就可以搪塞的，甚至就连重组方对此也是心有余悸。上海证券报的记者采访成都国贸时就此追问，他们等待的“合理说法”是指法律法规对此有明确说法还是指利益各方对此的大致相同的认同，成都国贸的反应居然是沉默。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

沉默代表了什么？

按郑百文的创新逻辑，沉默就是默示，默示就意味着赞同，成都国贸的沉默是赞同前者还是赞同后者呢？兼并重组涉及各方的利益，充分沟通和互相的讨价还是正常的，并不需要什么“合理的说法”，也没有什么其他人能够给出这种说法，给出了也没有约束力，有强硬约束力的说法只有一种，那就是法律。

郑百文案中到目前为止，并不是全部的投资者都选择了沉默的，至少有 30 多人选择了明示反对，既不愿意“赠送”股份，也不愿意公司回购，对于这部分人的权利法律就没有保障吗？

答案是否定的。

郑州中院能够作出判决支持赞同重组方案的投资者要求郑百文执行股东大会决议帮助过户，并以此判决作为上海证券登记中心集体过户的依据，本身已经和法律开了一个玩笑，河南敢开的玩笑，河北、湖北、湖南就一定敢开吗？

答案也是否定的。

个人的股份算什么呢？当然算是个人私有财产，虽然私人财产神圣不可侵犯到今天也没能写入宪法，但是不管是既有的民法还是即将出台的《物权法》，私人财产都可以找到保护的依据，股东大会根本就无权“替（股）作主”。

有人说郑百文模式只考虑了社会效率问题，未考虑到社会公平问题，水皮认为，只说对了一半，那就是未考虑社会公平问题，另一半是错误的，郑百文模式实际是在透支市场上所有投资者的资本，最终买单的除了法律还有市场，并不存在所谓的“都赢”方案。表面上看，郑百文的重组成功能让部分持有者避免血本无归的结局，而实际上他们置换的已经是山东三联的股份，如果山东三联有正常的途径进入证券市场，他们何苦要为信达买单 3 个亿？因此在这种重组中宝贵的优质产业资源在劣化配置的过程中是被浪费的，社会效率不是被提高了而是被降低了。

这一切的根源当然在于“该破产的死不了”。

可悲的是，郑百文毕竟催生了一个“退市机制”。如果说郑百文的“创新”扭曲了法律精神的话，那么，退市令的出台可以算是副产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品，可以功过相抵。但是银山化工是什么，是一个已经退了市的公司，充其量准备在三板复牌的企业，有关方面没有任何理由让其重演一遍“郑百文”!

银山化工的“不幸”是中国股市的万幸。

2. 银山化工为什么霸王硬上弓

银山化工的重组一波三折。

2003 年 1 月 24 日，已经退市的银山化工公告其董事会通过了《关于公司流通股股份置换的议案》，根据这个议案，公司流通股股份与成都国贸实业集团公司股份以 1：1 的比例进行置换，置换后流通股股东将置换来的股份 50%零价补偿给成都国贸实业公司。

银山化工的方案刚刚露面就遭到广大投资者和媒体的口诛笔伐，在巨大的公众舆论压力下，董事会不得不取消临时股东大会。其间，水皮杂谈发表“银山化工为什么不幸”的专文，指出，郑百文模式的“幸运”之神没能光顾这个该破产而没有破产的公司是中国证券市场的不幸之中的万幸。

但是，事实证明，水皮的乐观有点盲目，对于银山化工重组的险恶和反复没有清醒的认识，对于重组方成都国贸不达目的死不罢休的坚韧缺乏足够的心理准备。没有想到，尽管老天有眼，但是毕竟时睁时闭，睁开了之后还会有昏睡的可能。

时间就是那么的巧合，不偏不倚就在 8 个月后的 9 月 24 日，银山化工的董事会再一次批准了修改后的重组方案并且再一次公告了股东大会的日期。

这一次银山化工的准备要比上一次充分得多，“兵马未动、粮草先行”，曾经挺身质疑的媒体居然成了摇旗呐喊的吹鼓手，赫然打出了“银山化工重组没有翻版郑百文”大字标题，声称“顺利重组有利流通股股东”。

银山化工重组为什么不是郑百文的翻版呢？文章给出了四点理由。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理由之一是批准重组方案的权力不同。银山化工修改公司章程之后特别增加了流通股股东的类别表决，与会的流通股股东半数以上才能通过，郑百文实际上由大股东说了算。

理由之二是无偿转让股权表示反对的方式不一样。银山化工是明示同意，暗示反对，而郑百文相反。

理由之三是对无偿转让部分股权反对结果不一样。银山化工的反对股东可以保留股权，而郑百文则不行。

理由之四是是否凭借法院裁决存在着不同。银山化工不借助法院执行，郑百文则靠法院裁决从股东账户上强制划转。

和郑百文原汁原味的版本相关，银山化工的确有相当大的改良，人文关怀的色彩，怀柔的色彩都要较之郑百文到位。四点理由乍看起来的确与郑百文不同，不过在我们看来，这种不同确切地讲只是细节的不同，并不能由此改变银山化工重组的性质。

银山化工重组的性质是什么呢？

银山化工重组的性质就是要求流通股股东割让自己50%的股权，割让价格为零，这一点和郑百文一模一样，连比例都惊人的相似，要说不同，那就是山东三联换成了成都国贸。

根据银山化工的财报，截至2002年12月31日，银山化工的股东权益为-24820.6万元，净资产每股为-2.17元，资产负债率154.81%，已经严重资不抵债，仅被法院判决执行的债务就达23294万元，公司已经与所有员工解除劳动关系，除了少量租金没有任何收入，甚至无力承担在代办股份转让系统挂牌所需支付的中介费用。

根据成都国贸的年报，成都国贸2002年的主营业务收入达到9351万元，净利润1191万元，每股净资产为2.08元，2003年预期每股收益为0.14元。

任何有常识的人都知道，这两个公司一个实际已经破产，一个则经营正常，1：1置换股权完全是不可思议的交易，别说割让50%的股权，就是割让100%，这样交易依然是亏本买卖。成都国贸难道是资本市场的活雷锋吗？难道是劳苦大众的救世主吗？

当然不是，银山化工的重组实际根本就不是在拯救什么银山化工，而是在倒卖银山化工这个已经退市的但还可以在代办股权系统挂

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

牌交易的“上市公司”这个壳，而这个壳的惟一价值就是流通股股东手中的股份，可以流通、可以变现的股份。

成都国贸当然不是什么傻子，他们拿出交换的是三钱不值两钱的、有价无市的所谓法人股股权，这部分股权现在却摇身一变通过置换成了流通股，这和全流通有什么两样？这种先例一开，影响比郑百文还要恶劣10倍，这种方案与其叫重组，不如叫偷梁换柱、移花接木更确切。

更令人可笑的是，方案竟然声称，反对者可以保留手中的股份，保留一个已经被人置换的公司的股份作为纪念吗？凭什么剥夺银山化工的老股东们，特别是流通股股东在代办系统交易的权力呢？难道凭所谓的类别表决就可以强制改变股东的持股对象吗？这是哪家的法律？郑百文案的要害是侵犯股东私人资产，银山化工挑战的是同样的法律精神。

不同意重组就不上代办系统，不上代办系统流通股股东手中的股票就和法人股一样一钱不值。要想让流通股还保持流通那么就要同意重组，同意重组的代价就是割肉饲虎，虎口大开的要价就是50%的流通股。

这不是公开的胁迫又是什么？

老天如果真有眼，你就再睁一次吧！

3. “死魂灵”何以玩火自焚

顽固和顽强，执迷不悟和坚忍不拔；无耻和无畏，恬不知耻和大义凛然；不到长城非好汉和不见黄河心不死；中文的语言之所以丰富和语言的色彩紧密相关。因此，同样的人和事，同样的所作所为就会因为语言的色彩而变得截然不同。

银山化工的重组过程，在水皮看来就是一出闹剧，一出彻头彻尾的闹剧，一出被人假模假样从年初一直演到将近年尾的闹剧。

银山化工是一家已经退市的“上市公司”，这个公司截至2002年底，股东权益为负2.48亿元，每股净资产为负的2.17元，已经严重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资不抵债，被法院判决的债务就有2.3亿。公司不仅停止运营，而且已经和所有员工解除了劳动关系，除了出租厂房和办公楼没有其他任何收入，用公司的话来讲，甚至在股票代办系统挂牌的中介费用都支付不起，是一个实际上已经破产的企业。如果说，银山化工还有什么残余价值的话，那么就是它曾经是上市公司，曾经在交易所挂过牌，曾经被成千上万的股民关注过交易过。也因为这些曾经，所以即使在退市之后，即使在公司休克期间，即使没有重组之前，银山化工也有资格在代办系统挂牌，银山化工的老股东在最后的清盘之前依旧享有自由交换筹码的权利和机会，这是管理层根据中国国情设计的渐进路线，也是管理层对中小投资者的一种保护。

银山化工作为一个实体在现实中已经死亡，但是作为一个符号在资本市场中依然存在，用“死魂灵”来比喻银山化工是最贴切不过，银山化工的重组本质上就是一个借尸还魂的过程。

可惜，这出闹剧的编导太霸道，太强横，太聪明，太不把人民放在眼中，太蔑视证监会的尊严和智商，最后是机关算尽，玩火自焚。

银山化工的重组方案是在2003年1月24日提出的，核心内容是公司的流通股和成都国贸股份有限公司股份以1：1的比例置换，置换后流通股股东将股份的50%零价补偿给成都国贸实业，然后在代办系统以成都国贸的名义挂牌流通。与银山化工差不多同时提出类似重组的还有深圳的深圳中浩，这种郑百文式重组模式最终在各方的压力下流产，但是与深中浩知难而退不同，银山化工则是不见棺材不掉泪，8个月后的9月24日再次提出同样的方案，惟一的改进就是增加了流通股东的类别表决以示和郑百文区别。方案提出的当天就有银山化工的投资者致电报社希望媒体能够深度介入保证所谓的流通股股东类别表决的公正。令人不可思议的丑闻终究还是按照投资者的分析和预测按部就班地发生了，在10月31日银山化工公布的股东大会表决结果中，赞成重组方案的流通股股东票代表214.37万股，反对的票数代表113.99万股，重组方案以流通股股东的名义获得通过，“强奸民意”居然变成了“顺应民意”，银山化工和银山化工重组的幕后操纵者终于在光天化日之下撒下了一个弥天大谎。

水皮能理解利令智昏，但是不能理解颠倒黑白；能理解偷鸡摸

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

狗，但是不能理解强取豪夺；能理解鲜廉寡耻，但是不能理解欺世盗名。

愤怒的银山化工股东开始质证股东大会的统计，开始要求公布原始记录，开始在网上公开征集投票，开始向媒体公开呼吁，开始准备向法院起诉。仅就网上自发投票的统计就表明，至少有160多万股权持有人不同意公司重组方案，远远超过股东大会操纵者的统计！

2003年10月24日，水皮杂谈发表“银山化工为什么霸王硬上弓”时就很感慨，因为年初发表“银山化工为什么不幸”的时候他曾经说过老天有眼这样的话，那是因为银山化工的股东大会被取消了，但是想不到8个月后的旧话重提，所以在文章的最后，他仰天长叹：“老天如果真有眼，你就再睁一次吧！”

2003年的中国，公开操作的资本市场，寄希望于“老天有眼”，水皮的心中充满了凄凉，到底是他的眼睛充满了黑暗，还是黑暗蒙蔽了他的眼睛？到底是他太多愁善感，还是现实充满了太多的无奈？

“老天是有眼的，尽管他有时候眼开眼闭，有时候他昏睡不醒，但是不管如何总有睁开的时候。这就是天理。”

银山化工所作所为的确到了天理难容的地步。

2003年11月6日，银山化工刊登“更正公告”，对一周前公告的流通股类别股东表决结果予以更正，最新的统计是赞成票代表155.4166万股，反对票代表181.0425万股，重组方案被否决。

至于为什么前后会出现如此巨大的“颠倒”，银山化工的解释非常可笑，原因是“统计人员疏忽”导致“可能对表决产生重大影响”的原统计明细表与汇总表之间存在重大差异，为此，公证处撤消前次公证书并重新给予公证，律师事务所出具了补充法律意见书。

银山化工事到如今还在把包括投资者、证监会在内的所有人当猴耍，居然还在提公证和法律，令人啼笑皆非。

其实，银山化工的流通股股东是否胜利并不重要，重要的是程序公正，而银山化工的可恶就在于打着程序公正的旗号操纵程序，“既要做婊子，又要立牌坊”。

其实，不管是10月31日的结果还是11月6日的结果，两者相加流通股股东的票数都不过才330万股，均不是全部流通股股数的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10%，均不具备严格意义上的代表性，均不能以此推论90%其他股东的意志，问题在于即使90%的股东赞成自己置换成成都商贸的股份也不意味他们可以同时剥夺其他10%的老股东流通股在代办系统挂牌的权利，更不意味着成都国贸一个没有上市的股份公司的股权通过自说自话的置换就能换取挂牌流通的机会，这种置换没有先例可援、没有法律依据，更没有得到管理层要约收购的豁免，是无效的。

银山化工的重组与其说“郑百文第二”，不如说是“琼民源第二”，琼民源被整体置换成中关村是在什么情况进行的呢？是在琼民源的董事长和一批高管被判刑入狱，琼民源名存实亡的特殊情况下由北京市政府出面的政府行为，重组的结果完全是为了挽救数十万无辜的受骗上当的流通股股东的利益，为此北京市政府不惜牺牲中关村这个高科技的代名词给一个建筑公司作公司名，不惜让段永基这个中关村的“村长”挂帅当总裁，付出的是巨大的经济和政治代价，银山化工的情况是否糟糕到当年琼民源的地步，我们不妨擦亮双眼静观其变。

4. 裸泳是一种什么行为

“大家都在裸泳，退潮了可以看得明明白白。可问题出在银山化工自己身上，它在限定的时间没有扭亏，光着身子跑上岸来，成了利益各方千夫所指”。

水皮不敢掠人之美，这段话是王孔平的原话，就这么短短的几句话，王孔平不仅点到了银山化工“千夫所指”的要害，而且捎带着调侃了中国股市的潜规则，形象幽默，入木三分。

银山化工值不值得到王孔平兴师动众的写本书，是小题大作呢，还是哗众取宠。王孔平有自己的看法，与其说是给银山化工树碑立传不如说是为中国股市刻一块警世通言。

银山化工可以说曾经一度集中了市场炒作的所有优点。上市之初就誉为“小盘绩优”，绩优是个虚数，小盘小到仅1500万却是实数，这样的概念不用炒股价自己就会长了腿似的“噌噌噌”往上窜。沦为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

ST之后，又被封为“最好的壳资源”，引来无数的重组爱好者，你方唱罢我又登场。水皮就是在最后的闹剧中才和这个已经退市的“死灵魂”结下不解之缘的。

银山化工的热闹并不亚于山东三联重组郑百文的惊世骇俗和跌宕起伏。

2003年1月24日，银山化工公告董事会通过公司流通股股份置换议案，根据这个议案，公司流通股股份与成都国贸股份以1：1的比例置换，置换后流通股股东将置换来的50%零价补偿给成都国贸，再由成都国贸在代办市场挂牌，否则由于银山化工无力支付挂牌费用，退市后的银山化工连交易的机会都不存在。

银山化工的“郑百文案”遭到投资者和媒体的口诛笔伐，在巨大的舆论压力下，董事会施用缓兵之计，不得不临时取消股东大会，8个月后再次提出修改后的改良方案，新改良方案在内容上换汤不换药，在操作上却引入了时尚的类别股东表决机制以体现对于中小散户的精心“呵护”。

“顽固和顽强，执迷不悟和坚忍不拔；无耻和无畏，恬不知耻和大义凛然；不到长城非好汉和不见黄河心不死；中文的语言之所以丰富和语言的色彩紧密相关。因此，同样的人和事，同样的所作所为就会因为语言的色彩而变得截然不同”。2003年9月后，水皮曾经为银山化工写下三篇杂谈，题目分别是“银山化工为什么不幸?”、“银山化工为什么霸王硬上弓”和“死魂灵何以玩火自焚”，前面摘录的文字就来自最后那篇杂谈的开场白。尽管同样是鲜廉寡耻，尽管同样是尔虞我诈，尽管同样是不择手段，但是水皮心目中，资本市场上的无良商人和街头的泼皮无赖还是有所区别的。但是事实告诉我们，流氓就是流氓，本质是一样的，和流氓讲道德无异于与虎谋皮。闹剧的最终归宿还是变成了丑闹。银山化工的重组者最终还是在类别股东的表决上做了一回手脚。最恶心的是这种手脚最终还被自发组织起来的中小散户抓了现行并且公布于众，最终宣布了重组方案和重组声誉的彻底崩溃。

实事求是的讲，银山化工自身并没有“作恶多端”，不仅没有作恶，甚至还有人把它比作“纯洁的人”，原因就是它没有“从股市捞

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

取一分钱”。银山化工是在1988年由四川银山磷肥厂改制设立的，1989年发行15万股公众股，1992年发行685万股法人股，1994年重新评估后股权调整形成总股本5174.22万股，1996年12月20日作为历史遗留问题在深交所挂牌交易，要说圈钱的确没有从市场圈走什么钱。

实事求是的讲，银山化工的重组也的确是多灾多难，倒霉透顶。银山化工是在2001年2月21日被特别处理的，2002年4月29日暂停上市，2002年8月20日终止上市。早在2000年之际，银山化工就把股权托管给山西汇科谋求重组，但由于财政部口头叫停国有股权转让而搁浅，2001年银山化工刚刚启动国资局报表重组又遭遇财政部《关联方之间出售资产等有关会计处理问题暂行规定》主持的封杀。2002年退市倒计时的5月川威集团空降又被山西汇科和债务人高射炮拦截却又偏偏套上三年亏损退市的新标准，三联集团重组郑百文咸鱼翻身，成都国贸如法炮制却成为江洋大盗。

这一切是为什么？

因为银山化工本身就是一个历史遗留问题。

历史遗留问题意味着银山化工本身不具备上市资格，本来就是滥竽充数，游戏的开始就意味着荒诞的结束。

中国股市的历史遗留问题不在少数，为什么偏偏银山化工会如此的不幸呢？

王孔平为此写了一本书，大家可以从中去寻找答案。

裸泳是种什么行为？

大家都在水里的时候就是一种体育锻炼，如果你光着身子跑上岸，那就是一种流氓行为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再融资是谁的风险

1. 李东生为什么挥刀自残

李东生是中国家电业“年轻”的大佬，和倪润峰、张瑞敏、陶建幸之类的前辈比，他算不上创业家，但是他得到的却远比他的这些前辈多得多，他头上不光有政治光环，而且身价也令旁人惊羡不已。

李东生的命运就是TCL的命运，TCL的辉煌就是李东生的辉煌。同样做彩电，四川长虹倪润峰进退之间廉颇老矣，同样做彩电，康佳陈伟胜人迹不知何归处。TCL并购汤姆逊，李东生当选央视年度经济人物，TCL整体上市，李东生持股9%，一夜之间成为阳光下的亿万富翁。

如今这位阳光下的亿万富翁却承受双重的煎熬。一方面随着TCL股价逆势大跌，李东生的身价大幅缩水近1/3；另一方面，随着市场的非议声越来越大，李东生的诚信被打上了一个大大的问题。

这一切，表面上看都是分拆惹的祸。

2004年3月29日，TCL集团（000100）正式公告承认，TCL移动将分拆香港上市。此后四日，TCL投价应声而落。目前收盘仅为每股7.45元，距离2月6日创下的高点9.46元已经相当遥远，相当长的一段时间内，二级市场的投资者将面临在牛市中套牢的悲惨命运。

TCL为什么会在牛市中“失宠”，仅仅是因为TCL是熊市中的幸运儿吗？

这种因素也不能说一点没有。2003年中国股市经历了黎明前的黑暗，TCL整体上市应该讲是这片黑暗中给人们带来希望的火种，尤其是TCL的新发价格和子公司股票的原折股价，给投资者留下了投机的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

空间，以至于复牌之后出现了连续涨停的风景。不管怎么说，TCL 整体上市的方案多少体现了对老股东的眷顾，在寒冷的冬季，这种温暖让人看到的是幸福。

可惜这种幸福是如此的短暂，让人不得不怀疑，这是一种幻觉。投资者为什么要追捧 TCL? 因为，TCL 整体上市后资产质量优良；投资者为什么要抛弃 TCL? 因为，TCL 分拆之后，最赚钱的这块资产将被划走，TCL 的利润将被稀释，投资者的利益就会受到伤害。TCL 的年报显示，2003 年，TCL 整体的收入是 282 亿元，利润是 54 亿元，其中 TCL 手机业务 2003 年的利润是 19.5813 亿元，占总数的近 40%，尽管较之 2002 年 23.20 亿元的利润，毛利率下降幅度很大，但如果没有这一块，难道投资者还能指望彩电业贡献超额利润吗?

TCL 的董秘在解释 TCL 分拆上市的缘由时举出三个原因。一是有利于价值发现，因为彩电和手机两块业务混在一起不利于价格判断，分拆就可以符合不同投资者的口味；二是有利于战略聚焦，分拆后两块业务各自发展的线路将更加清晰；三是有利于改善激励机制，分拆后 TCL 移动的管理层可以有期权激励。

在水皮看来，三个理由中能站住脚的只有第三个。前面两个理由不成其为理由，因为“既有今日，何必当初”，俗话说“分久必合，合久必分”，TCL 现在是“朝合夕分”。激励机制或许能够解释，TCL 移动的掌舵人万明坚持股只有 0.21%，不仅和李东生的 9.08% 无法比，甚至都低于曾经的“空降兵”吴士宏的 0.63%。

但是管理层的激励机制就是 TCL 分拆上市的理由吗? TCL 的管理层究竟置股东的利益于什么位置? 一会儿整合，一会儿分拆真的符合股东利益的最大化吗? TCL 的分拆，新上市的地方是香港，如果 IPO 的价格高于净资产，老股东们尚有资产收益，但是我们知道，香港的发行价很难能够超过公司的净资产，也就是说在新 IPO 的后果和国内 IPO 或增发的后果完全不一样，老股东的资产不仅没有增加反而会被摊薄。TCL 的老股东遭受的是双重打击。

TCL 的董秘声称：“上市并不单单为钱，有的上市是为圈钱，但是 TCL 移动不缺钱。”董秘的话有没有错呢? 没有错，TCL 移动是不缺钱，但是 TCL 移动的高管们却缺钱，用他们的话讲是缺少激励机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

制，因此，他们不惜去香港分拆上市。

不管是不是缺钱，也不管是谁缺钱，有一点却是肯定的，那就是TCL的分拆不是一天两天就能决定的。整体上市和分拆传闻相隔的时间不过两个月，谁也不相信，分拆的决定是李东生李董事长在这两个月中的飞来灵感，拍脑袋拍出来的决策。这是不是重大信息，是不是没有及时披露，是不是对二级市场的投资者构成重大误导？

证券市场是个“毁人”不倦的市场，“三九医药”的赵新先也是功成名就的企业家，但是三九集团侵占上市公司巨额资产的信息一经披露并遭证监会谴责后，赵新先再也难以令人尊敬，李东生会成为赵新先第二吗？

但愿不会。

2. TCL全是手机惹的祸

TCL树大招风，结果就是树欲静而风不止。

2004年4月21日，中国证监会广东证管办向TCL（000100）发出重点关注函，要求TCL认真履行信息披露义务，严格规范信息披露行为，保证信息披露内容真实、准确、完整，切实保护广大投资者利益。

中文是一种非常讲究的语言，政府公文尤其讲究中规中矩，不会玩“无厘头”，虽然表面看来“官腔”十足，但是细细琢磨，TCL就有点担待不起。要求认真的意思实际上就是说你过去不认真，要求严格规范的意思实际上就是说你不懂规矩，要求保证披露的内容真实、准确、完整的意思就是说你原来披露的内容值得怀疑。

重点关注函是什么，水皮没有见识过，但是想来意思和警告函没有什么区别，是通牒的一种。在此之前，深交所已就TCL集团信息披露方面不规范问题多次发出关注函要求公司整改，TCL集团并没有把“村长当干部”，已然是“客大欺店”的架势，TCL集团敢把关注函当废纸又会给重点关注函什么脸色呢？TCL会在证管办要求的7个工作日中提交有关材料报告和说明吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

TCL集团的麻烦实际集中在分拆上市上。

TCL的整体上市是2003年中国津津乐道的话题，但是“向TCL学习”的热潮还没有掀起来，有关TCL将要分拆移动上市的传闻就在坊间不胫而走，2004年3月29日，TCL正式公告承认传言，股价应声而落，最低跌至6.30元左右，距高点9.46元跌去整整三分之一。舆论热点对TCL一会整合一会分拆的忽合忽分的“反复无常”表示质疑，对李东生的诚信表示怀疑，更对分拆可能会给TCL股东造成的利益损失表示强烈不满。4月5日，水皮曾对此发表文章，题目就是《李东生为什么挥刀自残》。4月7日，TCL公告在香港上市的TCL国际将以实物派息的方法分拆出移动电话业务，在境外发行少量股票后上市。详细的步骤如下，首先是股权重组，TCL移动的境内外股东将各自拥有的TCL股权全部投入到开曼岛注册的拟上市主体公司TCL通讯控股，各方拥有的比例不变。然后TCL国际将持有的TCL通讯控股40.86%股权以派发实物股息的方式发给其股东，包括控股股东TCL实业控股和公众股东，实现分拆。

TCL移动目前的注册资本为2980万美元，TCL集团拥有36%的股权，全资子公司TCL实业拥有54%股权的TCL国际拥有40.8%的股权，合并TCL拥有58%的股权，TCL移动对TCL国际和TCL集团利润贡献巨大，公司董事长万明坚在集团之中的名声仅次于李东生本人。按照香港规定，TCL在香港发行公众股的底线是25%，TCL承诺不会超过30%，这意味着TCL集团拥有的股权最多摊薄至51.3%，利润摊薄不会超过3.6%。

当然TCL没有披露的信息还有不少，比如TCL移动的股东构成，比如由TCL移动高管组成的齐福公司持有的10%股权从何而来等，有些是可以说的没说，有些是说不清楚的没法说。

TCL手机在过去的两年中的确为TCL作出了不可磨灭的贡献，2003年手机毛利是19.58亿元，占了TCL全部利润的40%，尽管毛利率和高峰时期的2002年相比已经下降了7%左右，但是20%的产出比例依然说明这是一只会下金蛋的大母鸡。

问题是这只大母鸡还能给TCL下多久的蛋？

早在好多年前，《中华工商时报》的头版头条就发过评论“手机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会不会是第二个彩电”。现在看来，手机发展的势头和彩电相比有过之而无不及。5 年前手机还是国际品牌的天下，5 年后，随着 TCL、波导的崛起，国产手机已经占据了半壁江山。手机的应用范围越来越广，短信、上网、照相、摄像功能也越来越齐全，电信商供应的服务也越来越丰富，中国移动的全球通甚至开通了移动股票行情，不仅有即时的交易价格、交易量，而且还有上下三档的卖出买入价，更方便的是还有走势图和相关的分析指标，再配合全球通提供的财经新闻、股评等资讯，比上交易所都方便。手机在某种程度上早晚会成为人们信息家电的终端服务器，市场看好是毋庸置疑的。这一点从最近公布的诺基亚、摩托罗拉和索爱公司的第一季度财报就可以看得很清楚，摩托罗拉的手机产量同比增长 67%，销售达到 41 亿美元；索爱手机销出 880 万部，比上年同期增长 63%；诺基亚预期今年推出 40 款手机可望占领全球市场的 40%。就是 TCL 手机，虽然利润在下降，但销量却从 2002 年的 624 万部上升到 2003 年的 982 万部，有专家分析，2004 年依然会有 12%的增幅，超过 1100 万部。

TCL 手机现在最担心的其实不是市场，而是如何拥有自主知识产权的问题，否则永远只是一个装配车间。要想形成技术优势，现在看来整合国际品牌是一条可供选择的道路，而想要走这条路，TCL 移动就需要资金的资本运作的平台，这是 TCL 移动的真实想法。

TCL 不是手机惹的祸，还能是彩电吗？

3. 福田汽车是不是冤大头

2004 年 9 月 27 日，星期一。

这个星期一不是一个普通的星期一，这一天的北京城里有两个上市公司的股东大会在召开，于是人们就看到了两个颜色截然不同的星期一。

对于宝钢股份来说，这是一个红色的星期一，因为参加股东大会的流通股股东代表有 87%的居然投了宝钢增发的赞成票，宝钢再融资 280 亿元的方案顺利通过。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于福田汽车来说，这是一个黑色的星期一，因为参加股东大会的流通股股东代表有近 90%的居然投了福田汽车增发的反对票，福田汽车再融资 11 亿元的方案胎死腹中。

兴奋的宝钢股份 28 日准时公告这一重大喜讯，沮丧的福田汽车 29 日才迟迟发布这一噩耗。可怜的福田汽车一定想像不到会出现这么巨大的反差。这个世界究竟是怎么回事，为什么福田汽车 11 亿元的融资案通不过，难道，市场就会欢迎大抽血的宝钢融资吗？

这是真的吗？

这一切还都是真的。

9 月 26 日的证券市场周刊曾经刊发过一篇文章，题目是“宝钢增发、圈钱越狠越受欢迎”，作者胡东辉开宗明义地说，这是一个投资和投机思路都很混乱的时候，如果说过去人们对这一点还看不清的话，那么在宝钢身上凸现了投资者和媒体的混乱。

为什么呢？

宝钢股份的流通盘多达 18.7 亿股，是沪深股市第一只重量级的超级大盘股。宝钢上市前，人们普遍认为沪深股市无法承载这样的航母，因此首先考虑的是海外上市。只是由于海外市场低迷，没有办法才又打道回府重上 A 股。为了顺利登陆 A 股，18 亿新股分期分批上市流通，就是如此最后股价还是跌破了 4.18 元的发行价，最低至 3.62 元。宝钢股份市场走势的趋强和当年 QFII 第一单的热炒有关。瑞银华宝在投入的买单中，宝钢首当其冲。而瑞银华宝最多的时候持有的宝钢股份高达 8000 多万股，比参加 27 日股东大会的全部流通股股数还要多。宝钢的股份也从 4 元左右起步被炒至 8.08 元，翻了一倍有余。但是时至今日，瑞银华宝早已从持股大户中全身而退、杳无踪迹。宝钢的股价之所以能被炒这么高，与投资者普遍存在的认识有关，这就是宝钢再融资的可能性极少。但是想不到的是人算不如天算，盘子越大，再融资规模也越大，再融资规模大到了 280 亿，就是管理层也要屈膝为其服务。

管理层为宝钢服务是在贯彻证券市场为国有企业解困脱贫的宗旨，投资者又如何会把这样的利空当利好呢？逻辑就是这样被扭曲的，“核心资产热”的时候，市场将宝钢将成为国有股减持试点当利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好；二级市场“九死一生”的时候，市场把宝钢“一配三”当利好；宝钢宣布修改再融资比例向老股东按 1∶1 配售之后，市场居然称宝钢照顾了流通股股东利益，又属利好。

难道投资者真的欢迎宝钢再融资，向自己圈钱越多越好？

答案当然是否定的。

宝钢的再融资完全是在有关基金的操纵和配合下合演的一出双簧，而证监会又在其中有意无意或者说是故意无奈之中开了放行的绿灯。中金公司作为主承销明知承销有巨大风险，只能向证监会基金部递交《关于基金参与证券发行受到限制问题的建议》，图谋的就是对《证券投资基金法》的突破，因为基金财产不得用于“买卖与其基金管理人、基金托管人有控股关系的股东或者与其他基金管理人、基金托管人有其他重大利害关系的公司发行的证券或者承销期内承销的证券”，证监会基金部心领神会，给出的复函中只排除了主承销的角色，其他一律放行。难怪有股民责问，作为国务院的一个事业单位，其部门有什么资格对法律作出司法解释，这不是违宪又是什么？事实上，证监会的复函不但排除了承销团的组成成员通过各自控制的基金公司基金认购宝钢的障碍，而且还为他们控制的基金在流通股股东投票中投“霸王票”创造了条件。实际上，在宝钢远赴京城召开股东大会上，到场的流通股不过 8000 万多一点，不到全部流通股股东数的 5%，投赞成票的只有 7000 万股，更不到流通股股东的 4%，但是就是这些少数人决定了 96% 的投资者的利益。

这合理吗？

这不合理！

这合法吗？

这合法。

这的确是推行类别股东表决出现的新问题，在基金作为机构投资者和大股东抗争者的时候，他们代表的是流通股股东的利益。在基金作为机构投资者和大股东合谋的时候，他们还是流通股股东的利益代言人吗？

如果说代表性，参加福田汽车股东大会的流通股有 4433 万股，占全部流通股股东的 1.56 亿的将近 30%，这个比例远高于宝钢股份

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5%的代表性，福田汽车融资案被否决至少是体现了相当部分流通股的意愿。福田汽车并没有什么好抱怨的，如果要抱怨的话，那么有三条。

一条是根本就不应该如此狮子大开口。福田汽车的相关人员显然对市场的认识还停留在若干年前。证监会有关增发的规定明确划定了增发超过股本 20%要由流通股股东表决才能通过。对照福田 4.57 亿的盘子，20%就是 9000 万股，如果按 9000 万股增发，福田汽车就可以再融资 7 亿～8 亿，决不至于像现在颗粒无收。

二条是对自己没有清醒认识。福田的业绩去年还在每股 0.498 元，但是到了今年的中报，尽管营业额上升，业绩却滑到了每股 0.14 元，和去年相比下滑将近一半。目前股价也只有 6 元左右，要完成 11 亿多的增发，股本就要扩大至 2 个亿才行，否则增发价会远远高于现价，这一点不知道福田有没有想过。

三条是没有和基金公司联手。参加福田股东大会的仅 27 名股东，基金占了绝大多数，从赞成票不到 10%计算，赞成的才 400 多万票，而在福田的十大流通股股东排名中，基金占了九席，最多的华夏成长持有 1552 万股占 3.4%，同益持有 1069 万股占 2.34%，银丰 788 万股占 1.73%，两个社保基金组合合计约 700 万股占 1.49%，鸿阳 401 万股占 0.88%，海富通 377 万股占 0.83%，申银—花旗 174 万股占 0.83%，久嘉 155 万股占 0.34%，从中可以看出前五大流通股的基金没有一家赞成福田的方案。

和宝钢增发比，福田就是一个冤大头，一头撞死算了。

4. 马蔚华为什么铤而走险

马蔚华是公众人物，2002 年曾经当选中央电视台年度经济人物；招商银行是上市公司，不久前还被媒体评为最受尊敬的中国公司。很难说清楚马蔚华和招商银行是谁成就了谁，但是有一点是肯定的，那就是招商银行为马蔚华施展才华提供了舞台，正是因为如此，马蔚华才有机会把招商银行塑造成引人注目的行业先锋。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在马蔚华和他的舞台再一次成为舆论关注的焦点，只不过这一次的关注充满了令人不安的硝烟味道。

招商银行100亿债转股的再融资方案受到了众多流通股股东的攻击。47家持有流通股的基金和证券公司甚至结成了统一的“反对派”联盟，他们持有的招商股份根据二季度的公告在36000万左右，超过5%，所以他们不但在股东大会前就通过媒体发表改革可转债发行方案的建议，而且在股东大会上提交《关于否决招商银行发行100亿可转债发行方案的提案》议案和《关于对招商银行董事会违背公司章程关于“公平对待所有股东”问题的质询》、《对招商银行本次可转债发行方案合法性的质询》两个质询案，即使在股东大会最终以86%的高比例通过可转债案之后他们依然不屈不挠地发表了联合声明，摆出一副拼死抗争的姿态。

以基金为流通股股东代表和上市公司大股东发生对抗并非始自招商银行，和招商银行同处深圳的中兴通讯当年的增发方案就是在基金的压力下被迫取消的，那么招商董事会为什么会如此强硬呢？他们的底气究竟从何而来？

从股东结构看我们知道，招商银行的股权是相对分散的，总股本一共57亿股，流通股15亿股，不流通的法人股占42亿，法人股中第一大股招商局轮船股份有限公司只有10.24亿股，占17.95%，第二大股东中国远洋运输集团持有4.9亿股，占8.61%，第三大股东广州海运持有3.25亿股，占5.7%，第四大股东友联船厂占3.19%，第五大股东上海汽车占2.53%，第六大股东中国港湾建设才占1.97%，第七大股东以下均不超过1.77%。而在持有招商股份的基金公司中，持有份额最多的华夏成长曾经比例高达2.78%，超过第五大股东的份额，基金兴华最多时持有2.07%的股份超过第六大股东，基金裕隆持有1.83%超过第七大股东，基金普丰持有1.77%份额和第八股东一样。从股东大会的情况看，出席的代表有81人，代表的股份38亿股，占公司有表决权股数的66.74%，投赞成票的为32亿股，占近86%，考虑到基金公司的反对因素，法人股股东要凑满这么大的份额至少有16家以上代表出席。因此，招商银行的债转股案并不是普通的大股东侵占小股东利益的矛盾冲突，而是法人股股东和流通股股东

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之间的角逐和博弈。

这一点从马蔚华的发言中得到了完美的诠释，马蔚华认为，市场对招行再融资方案存在的不同意见，实质上反映了股东长期利益和现实利益的矛盾，以及由于我国证券市场长期股权割裂而导致的流通股股东和非流通股股东利益存在冲突的现状。制度本身的缺陷是招行管理层无能为力的，而银行的发展和融资又不能等待制度完善以后再进行，所以任何一个方案都要考虑到现实性和可操作性。

实事求是的讲，招商银行的经营理念和扩张能力在国内同行中堪称翘楚，尤其是在电子商务领域更是持行业牛耳，经营业绩的增长更是有目共睹的硬指标。但是招商银行的规模在同行之中只能算是小字辈，而国内银行业由于受体制因素制约“收入来源单一，综合税率相对较高，导致资产收益率相对较低，现阶段仅仅依靠税后利润留存来补充资本金难以跟上资产规模的发展速度”，通过资本市场融资是“无奈之举”，没有办法的办法。

也许正因为如此，基金公司一方面反对招行圈钱，一方面又声明目前并不愿意抛弃招商银行。因为从道理上讲，可转债的确要比配股和增发更符合老股东的利益，也符合公司的利益，但是如果考虑到法人股和流通股股东的不同利益实现途径，考虑到流通股股东追求的是资本价差的现实，考虑到目前市场状态对再融资的反感，考虑到二级市场的股价走势以及由此造成的流通股股东亏损，那么基金的讨价还价就是一种必然。

既然招行的融资用马蔚华的话来讲是“无可奈何”之举，既然马蔚华是个有责任感的公众人物，那么基金的“讨价还价”就必然会有成果。这个成果就是马蔚华的表态以及所谓的“五大让步”。

让步之一就是如果在准备可转债过程中，国家出台金融债发行条例，那么招行将“因势而变”积极申请部分或全部转发金融债。

让步之二就是压缩规模不超过 100 亿。

让步之三就是承诺修改老股东配售比例，优先满足流通股股东配售需求，由“每 10 股配 4 元”改为全部面向老股东配售，不足部分向市场配售。

让步之四就是上浮转股溢价 10%甚至更高以提高“债性”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

让步之五就是修正转股价格下限价格25%或30%。

可转债并非始自招商银行，也不会终止于招商银行，但是可转债在招商银行所遭遇的冲突再一次警醒管理层，那就是在股权割裂的情况下，如何把保护中小散户利益，确切地说流通股股东的利益落到实处并不是喊几句口号能解决的。一个好的制度能把坏人变成好人，一个不好的制度能把好人变成坏人，公众人物马蔚华就是在一个有明显缺陷的制度钢丝上走了一个来回，这不是铤而走险又是什么呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

宝钢之乱是谁的灾难

1. 宝钢之乱乱在哪里

宝钢股份宣布大规模增发消息见报，大盘闻声暴跌，宝钢股价更是一反停牌前的暴涨景象，复牌之后几乎跌停，短短三个交易日，暴起暴落让人看得眼花缭乱。

宝钢之乱，首先是乱在流言乱飞。宝钢停牌前，股价忽然暴涨，传言居然是宝钢成为全流通的试点。宝钢股份总盘子 125 亿股，其中国家股 106 亿股，流通股为 18.7 亿股，国有股占全部股份的 85%。宝钢股份显然属于一股独大的典型，更有意思的是，这个典型还算是正面典型。2003 年的年报显示，宝钢股份净利润达到 69 亿，每股净利润 0.56 元，净资产收益率达到 19.67%，根据目前的股价，宝钢股价的市盈率仅为 8 倍。无论从哪个角度看，宝钢股份都是一只绩优股，这也是为什么当年瑞银华宝投资 A 股市场时首选宝钢的原因。根据“靓女”先嫁的原则，如果有关方面选择宝钢作为全流通的试点，如果国有股减持的价格能以净资产价为平衡的话，那么这个价格一般不会超过 3 元钱，不但和现在二级市场 6 元的价格有较大的价差，而且和宝钢现在的赢利能力相比也有极大的投资价值，因此，宝钢全流通成为利好。令人遗憾的是，这些推断都是建立在一些经济学家和市场人士“单相思”基础上的，他们不清楚宝钢这么好的企业，国资委为什么要减持而不是增持；他们不清楚，宝钢这样的企业国资委又怎么会以净资产的价格转让；他们更不清楚宝钢这种形式的转让就是千夫所指的国有资产流失。

宝钢之乱，其次是乱在方案乱飞。宝钢停牌前市场流传的方案是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1：3 配股，筹资的额度是 350 亿左右，配股价在 3～3.5 元之间，大体要配出 100 亿股左右。而根据计算，如果流通股全部认购的话，那么要配去 18.7×3＝56.1 亿股，另外将近 44 亿将由国家股股东认购。如果是这个方案，宝钢股价也将会有上涨空间，因为配股价毕竟比流通股的股价要低一半，但是现在公布的方案却是增发。虽然筹资金额没有传说中的大，下降到了 280 亿，但是根据 50 亿的总规模，股价将达到 5.6 元左右，这和 3 元左右的配股价大相径庭，几乎和现在的流通价接近，二级市场的赢利空间被封闭，这样的增发和 IPO 基本上没有区别。

但是，在水皮看来，宝钢之乱，根本之乱，还是乱在所谓的集团整体上市的概念上。

整体上市是什么意思？

宝钢增发消息公布之后，上海投资者打电话给水皮，指出目前国内的这个整体上市极有可能演变成一场新的无节制的圈钱运动，因为整体上市的操作方式就是反向收购大股东的和母公司的资产，而国有企业的大股东又是谁，是国家！这样的收购实际上主体是无法确定的。打个比方，宝钢股份增发 50 亿股筹集资金 280 亿用于收购宝钢集团的资产之后，大股东依然是宝钢集团，宝钢股份再增发 50 亿股再收购宝钢集团的资产 280 亿，大股东或许变成上海国资局，那么宝钢以后还要不要再增发新股收购国资局的其他资产呢？

整体上市的概念并不始自宝钢，也不会终于宝钢。

2004 年 1 月 7 日，TCL 集团通过合并 TCL 通讯整体上市。具体的方案是发行 9.94 亿流通股，发行价定于 4.26 元，其中向公众新发 5.9 亿股，另外的 4.04 亿股由 TCL 通讯股东按照 21.45 元的股价，以 1：4.9648 的比例转股而成，新股发行后，TCL 集团挂牌上市。

2004 年 7 月 5 日，武钢增发 14.1 亿股新股，增发价格为 6.38 元，其中向社会公众公开发行 5.64 亿股社会公众股，向武钢集团增发 8.46 亿国有法人股，筹资 35.98 亿元用于收购武钢集团所属钢铁主业资产。TCL 集团和武钢股份都算是整体上市的探路者。TCL 集团上市后大股东变成惠州市投资控股有限公司，持股 25%，而武钢的大股东依然是武钢集团，持股高达 75%。TCL 集团完成上市不久就宣布分拆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利润贡献率达51%的TCL移动海外上市，股价就此大跌特跌；武钢宣布收购母公司资产后股价却一路坚挺，逆势走强。

TCL集团和武钢的价格走势何以相反？TCL是因为拆出优质资产，武钢是因为购进优质资产。

宝钢呢？

资料显示，宝钢集团2003年的总资产是1720亿元，净利润78亿元，而其中宝钢贡献的净利润达到69亿元。显然，不管宝钢管理层把要收购的母公司描绘得如何天花乱坠，如何今非昔比，如何有潜在的增值能力，事实上现在能提供的利润就是78亿－69亿＝9亿，而且是收购了全部资产的结果。

投资者会算术吗？投资者当然会。

投资者会作什么反应呢？投资者当然会用脚投票的。

宝钢为什么要整体上市，国有企业为什么要整体上市？据说整体上市可以减少关联交易，可以减少利益输送，可以让企业的全部信息透明了，可以减少大股东侵吞上市公司资产。有道理吗？有！但是，有没有人问一声，当初国有企业为什么要分拆上市呢？具体而言宝钢为什么要分拆上市呢？一方面是因为整体上市盘子太大，市场吃不消；另一方面整体上市的话，资产质量不高，平均业绩不好看，发行时按市盈率定价，价格就上不去，圈不到想要的钱，达不到融资的目的。集中优质资产，倾力打造一个美好形象达到上市门槛，回过头来利用上市公司的融资渠道为母公司输送，这就叫反哺，动物界是这样，资本市场也是这样，否则怎么实现证券市场为国有企业解贫脱困的目的，总不能把一个要破产的公司活活塞到股市上来吧？

中国股市不是缺乏创新，而是创新的东西太多了。管理层过于热衷了，理论界也过于热衷了。君不见这个论坛，那个论坛，每逢周末必有“盛会”；大会发言，小会发言，每逢聚会必有新说。管理层也是有血有肉的人，不是机器，更不是神仙，整天飞来飞去，哪有多余的精力去盯市场，抓监管，作研究？

中国资本市场有没有问题，股市现在的表现是不是正常？如果有问题，不正常是不是要想办法解决？如果要想办法解决，那么整体上市是不是对目前证监会要抓的大事构成干扰，对市场形成抽血？宝钢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股份的业绩如此优良，想必不缺资金，想必融资也不会只此增发一条“绝路”，那么，能不能暂停增发，与人方便与己方便，避免 TCL 集团遭基金公司集体弃售的命运，维护宝钢在资本市场的美誉度？

风物长宜放眼量，宝钢股份又何必在这个时候给市场雪上加霜，在投资者伤口上撒盐呢？水皮相信，如果宝钢股份的增发能推迟半年，能在市场比较活跃的时候增发，那么肯定是一个皆大欢喜的消息。

2. 宝钢之祸祸起萧墙

宝钢要整体上市，市场一片痛斥，骂什么的都有。水皮在“宝钢之乱乱在哪里”的杂谈中也说，在市场如此低迷的情况下，宝钢还要狮子大开口再融资 280 亿，不管怎么说对市场都是雪上加霜，怎么说都有点不地道。

骂是痛快的，骂完之后呢？

骂肯定不是我们的目的，我们的目的是要解决问题。解决什么问题？解决由宝钢融资带出来的问题，即究竟是什么原因促使宝钢在这种时候还会竭泽而渔，我们究竟有没有办法制止这样的事件一而再、再而三的发生？

否则，骂是没有意义的。

首先让我们搞清楚，究竟是什么原因在促使宝钢竭泽而渔。

有人说都是股权分置惹的祸。因为国有股不流通，因此，国有股股东根本就不关心流通股的股东利益，更不关心流通股的股价，所以才会出现在市场极度低迷的情况下还强行推出再融资方案。这种说法有道理，但不准确。股权分置的确使流通股股东和国有股股东的利益诉求有差异，不过增发的价格区间还是以流通股股价为依据确定的，这一点国有股股东应该清楚，流通股股价的高低事实上决定增发的价位，流通市场的气氛事实上将决定增发的成败。宝钢为什么不选择一个相对高点增发呢？

有人说，问题出在增发这种形式上。市场化的增发确实是境外规

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

范市场再融资的通行办法，但在中国行不通，因为中国股市的市场股价往往是与流通盘大小相关的，市场化增发通常只有利于融资者，而会损害公众投资者利益。成思危先生在最近和水皮的谈话中也谈到债权融资的成本要比股权融资高，那么宝钢为什么不愿意发债呢？发行可转换债券不就能回避这个问题吗？

其实，如果我们换个角度，站在宝钢管理层的角度，也许我们会得出完全不同的结论。

这个结论就是有钱不圈白不圈，增发不发白不发。

国有股股东是个什么概念？国有股股东是个抽象的概念。郎咸平指责国内的经济学家拍脑袋拍出一个根本就不存在的国有股股东“缺位”，郎咸平认为国有股的主人从来就不存在缺位，缺位的是职业经理人的信托责任。郎咸平有所不知，国内经济学家指的国有股股东缺位指的正是抽象的“国家”没有具体的承担者。具体到宝钢而言，宝钢的国有股股东当然是国资委，国资委对宝钢的经理班子如何考核？考核的是国有股增值了还是减值了。在这种情况下，不管国有股流通与否，只要增发价高于净资产值，那么任何国有控股上市公司的管理层都会有“圈钱”的冲动。国有股股权是虚的，募集的资金是实的，真金白银的使用权不在抽象的国有股股东手中，而在具体的上市公司董事长手中。

股东和股民的区别在于股东谋求的是股权，股民谋求的是股价，国有股股东谋求的是上市公司的控制权，流通股股民谋求的是股价的价差。指望大股东和小股东心往一处想，劲往一处使是幼稚的、可笑的，同样，指望国有股股东为股民利益着想也是不切实际的。

国有股股东再融资和流通股股东的利益冲突，宝钢并非首例。早在 2003 年招商银行的马蔚华已经为此吃足苦头，和宝钢 280 亿的融资规模比，招商银行当时要发行的是仅仅是 100 亿的债转股，但是就是这么一个方案遭到了以基金为代表的流通股股东的激烈反对。47 家持有招商银行流通股的基金和证券公司甚至结成了反对派联盟，在股东大会上提交否决提案和两个质询案，即使在股东大会以 86% 的高比例通过债转股之外依然不屈不挠地发布联合声明，拼死抗争。从股东结构我们可以发现，招商银行的国有股股权是相当分散的，第一大股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

东只占17.95%，第六大股东才占1.97%，而持流通股的基金公司中，持股最多的华夏成长占2.78%，超过第五大股东，基金兴华2.07%超过第六大股东，基金裕隆1.83%超过第七大股东，基金普丰1.77%和第八大股东一样。基金们承认招商银行是个好股票，但是再融资规模过大影响了二级市场的走势，因此要求修改方案。招行行长马蔚华在事情的发展过程中展现了一个职业经理的老道和圆熟，最终招行的再融资规模削减为60亿。招行方案之争与其说是大股东和小股东的利益之争，不如说是流通股股东和非流通股股东的利益之争，最后是双方妥协，寻到一个利益平衡点。

宝钢也是这样。

宝钢融资案未出之前，市场已经是风云突变，股价暴涨暴跌，人为操纵迹象十分明显。融资方案公布后，基金公司开始酝酿集体逼宫。宝钢公司的高层更是倾巢而出，又是召开新闻发布会，又是招集路演，拼命寻找基金公司的共识。说起来，宝钢也算是基金公司的宠儿。瑞银华宝投入QFII第一单时宝钢就名列其中，最多的时候瑞银手中持有的宝钢多达8000多万股，持有宝钢的基金更是不计其数。时至今日，不知瑞银是先知先觉还是战略有变，8000多万股已经悉数抛售，宝钢的股价也像过山车一样从5元升到8元多又跌至目前的6元多，市盈率只有8.2倍。

宝钢会像招商银行一样达成妥协吗？宝钢的国有股是相当集中的，占85%，而第二大股东的华安证券才占0.24%，尽管从第二大股东到第11位股东全部由基金占据，但是全部股权相加不过2.03%，从股权上讲，双方不成比例。这样就涉及到一个非常重要的命题，在大小股东力量极度悬殊的情况下，如何保证小股东的合法权益不受侵害。

办法只有一个，你建议、我表决。用管理层的话讲，就是类别股东表决机制。有人担心，在股东大会都没人出席的情况下，类别股东表决会流产，这种担心的确存在，但是要知道现在是网络时代，股票交易都已经电子化，那么股东表决也完全可以电子通讯化解决，这并不比电子下单难度更大，而且据说已经完成了程序设计，只等运用。

这取决于证监会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果现在类别股东表决已然施行，那么宝钢之祸就不会成型，即使有祸也有反制之道。

宝钢之祸，祸根不在宝钢，不在市场，恰恰在管理层。

3. 谁来扼制 2008 年的搅局

宝钢股份的总经理艾宝俊是个老实人。老实的艾宝俊在宝钢股东大会之前声称，宝钢在 2007 年之前不会再融资，艾宝俊的本意是让投资者放心，但是无意之中却说出了真话，宝钢还要再融资，不过时间拖后而已，不在 2007 年，而在 2008 年。

所以说，艾宝俊还真是个老实人。

2007 年之前，宝钢就是想再融资，恐怕时间上也来不及。尽管股东大会是通过了 280 亿的融资决定，但是最终能否得到批准还需要上发审会，就算是发审会积极配合一致通过，一切发行的程序走完恐怕也要到 2004 年的年底，换句话说，宝钢再融资最快也要到 2005 年才能执行，如果一帆风顺，2006 年 280 亿的资金可望全部花完，中间再由承销商完成例行检查，这些都需要时间。

艾宝俊本来可以不作这种无谓的承诺，但是艾宝俊知道投资者的心愿，知道再融资不得人心，知道基金经理喜欢自欺欺人。

艾宝俊有问题吗？

艾宝俊没问题。如果水皮坐在艾宝俊的位置上，水皮也会作这种表态。毕竟，这种表态和 280 亿的真金白银相比，没有什么人能抵挡得住，更何况，除了道德风险外，没有任何的成本。

圈钱谁不会呢？不圈白不圈，圈了不白圈，白圈谁不圈？

艾宝俊是人，宝钢的董事长谢企华也是人，作为一个老板，艾宝俊和谢企华的人格决不会因为他们是国企的老总，是国家的省部级干部就比一个个体户高多少，当然也不会低多少。

站在旁观者的角度看，宝钢现象绝不是因为艾宝俊而产生的，就像当年招商银行的再融资冲突并不是因为马蔚华而产生的一样，宝钢现象的根源还在于制度安排。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什么样的制度安排？

证监会的社会角色安排。水皮在“证监会代表谁的利益？”杂谈中说，证监会不是国资委，不应该代表融资者的利益，而是应该代表投资者的利益。网友的反应之强烈超出水皮的意料，有人认为指望证监会代表投资者的利益是一种妄想，也有人认为证监会谁的利益也不应该代表，更多的人认为，在现实中证监会实际代表的是融资者的利益。

为什么说证监会代表了融资者的利益呢？

说法之一是证监会长期以来在相当一部分人的认识中就是上市公司的主管部门，不仅投资者这么看，证监会内部也有人这么看，在国资委成立之前实际上也就是这么回事。

说法之二是证监会掌握着上市公司的生杀予夺，上市是证监会批的，融资是证监会批的，退市也要通过证监会的这道坎。不管是额度制也好，审核制也好，还是眼下的保荐制也好，上市公司作为一个企业，作为一个融资者的主体所具有的价格制定权，发行时机权全部由证监会一手掌控作主，证监会不代表上市公司的利益，代表谁的利益？

说法之三是证监会事实上掌握着投资者对于上市公司的仲裁权，如果没有证监会对上市公司的行政处罚，那么投资者根本就不能对上市公司提出民事索赔。江苏琼花明明涉嫌欺诈上市，明明深交所都已经给予了谴责，但是由于证监会没有作出行政议决，投资者连投诉都没门，就凭这一点，恐怕连尚福林都不好意思宣称自己就能代表广大投资者的利益。

其实用不着什么说法一，说法二，说法三，宝钢再融资如果能顺利实施的话，首功不在中金公司，也不在作“托”的基金公司，更不在来回穿梭的艾宝俊，而在于证监会基金部。正是基金部对于基金公司参加融资和再融资的资格认定的指鹿为马才彻底打消了中金公司的顾虑，为宝钢股份的承销打下了基础，否则中金公司完全有可能“吃不了兜着走”，成为南方证券第二，宝钢股份也没有人会承销，敢承销。证监会至少在宝钢再融资上代表的就是中金公司的利益，基金公司的利益，根本上是宝钢的利益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市不是赛场。在赛场上，裁判是中间人，不代表任何人的利益，维护的是公道，对于参赛选手而言一视同仁。但是在股市这一套行不通，因为股市上的对手双方力量严重不对称，投资者在明处，融资方在暗处，投资方的信息是不完整的，融资方的信息是不透明的，投资者在外部，融资方在内部，投资方是弱者，融资方是强者。如果放任弱肉强食，那么这个市场很快就会萎缩，很快就会灭亡，证监会在这个市场扮演的不是一个裁判的角色，而是一个平衡的角色，生态平衡的角色。

这的确是一个很奇怪的现象，再强悍的个体一旦在交易中被定义为消费者而不是经营者的话，那么很快就会由强势向弱势人群转移。这种现象最明显的发生在房地产开发中，你可以发现很多入住所谓高档小区的精英人物在购房后会陷入和普通消费者一样的困境，尽管他们在各自的领域都是强人，或者自己就是商界的大鳄、政界的新秀和艺坛的大腕，但是他们面对出尔反尔、违法乱纪侵占他们利益的开发商同样束手无策，同样只能选择投诉或者贴大字报的形式把横幅挂在自己的窗口。官商勾结的腐败是一个因素，地产开发的混乱和无序是另一个因素，公对私是不是一个致命的因素呢？再多的消费者也是散户，再小的开发商也是机构，以散户对机构，又怎么取得平衡呢？

证监会一直把超常规培育机构投资者作为自己的使命，在宝钢现象上我们看到了机构的丑恶嘴脸。机构就是机构，机构的后面是券商，券商的身后是上市公司，而证监会不仅把培育机构作为自己的使命，而且还高喊超常规的口号，结果大家都看到了，当机构的资金达到 3000 亿以上，当机构的资金占到流通市值接近 1/3 的时候，中国股市不仅没有像管理层期盼的那样规范和稳定，反而震荡得越来越厉害，最后不但股指创新低，而且连新股都发不出去，套牢的不但是 7000 万散户，还有温家宝温总理的“国九条”。有位愤怒的网民问水皮，基金是委托理财，有什么资格代表持有人投票，基金投票需要不需要授权委托，凭什么他们自作主张投宝钢的赞成票。水皮不知道怎么回答，但是从网友的诘问中，水皮明确了一点，基金的钱不是自己的钱，机构也不是自己的钱，这才是散户和机构的本质区别。这个市场真正的投资者只有散户，小散户，中散户，大散户，特大级散户。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实告诉我们，机构越多，这个市场的活跃度就越低，呆傻就越严重，当这个市场为机构充斥的时候，离死就不远了。

融资者是贪得无厌的，能够在2008年扼制住宝钢的贪婪的只有证监会，要想有那么一天，证监会就必须转变立场，代表散户的利益。

2008年是北京办奥运会的日子，可不能由着宝钢来找不痛快，搅局。

4. 宝钢股份要不要讲政治

美国的朋友来电话说看到水皮杂谈了，不是在中华工商时报上而是在美国的华文报纸上，说的是宝钢的事情高度都拔到了对抗宏观调控和“国九条”，是不是有点狠，宝钢受得了受不了这样的指责？

水皮回答，宝钢事情都做到了这一步，难道就没有想到会有这么大的民愤吗？要求宝钢讲点政治难道过分吗？宝钢不是惟利是图的私人企业，宝钢是一个国有企业，对于一个国有企业来讲，社会责任感难道是一种奢求吗？和宝钢的所作所为相比，水皮深切地感到铁本公司的委屈，难道真的是因为铁本是个民营企业吗？

2004年4月28日，国务院总理温家宝召集国务院常务会议决定查处江苏铁本钢铁公司项目。铁本公司的大型钢铁联合项目设计能力为840万吨，概算总投资为105.9亿元人民币，2003年6月开工，截至查处时，资金投入已经超过40亿元人民币。

为什么要查处铁本项目？国务院的定性是地方政府严重失职违规，企业违法犯罪。铁本公司老板戴国芳为了实施这个项目先后成立了7家合资公司把项目拆整为零向有关部门报批，在办理银行信贷中弄虚作假并有偷漏税行为。查处的结果是戴老板刑拘，常州市委书记被党内警告，人大常委会副主任以下一批干部被撤职查办。

国务院查处铁本项目不是因为铁本项目本身有问题，经济效益没有保障，作为民间投资，政府也没必要管那么多。国务院之所以铁腕查处铁本建设中的违法现象，为的是借此表明中共中央和国务院严肃

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法纪和依法行政的决心，加强宏观调控，保持政令畅通。早在 2004 年 4 月 12 日，国务院办公厅就转发了发改委 9 部门关于制止钢铁、电解铝、水泥行业盲目投资若干意见的通知，提出铁钢投资已经超前 5 年，电解铝产能一半过剩，水泥增长的总额出现了成倍增长。而此前 3 月 17 日国家统计局公布的数字表明，头 2 个月固定资产投资暴涨 53%，其中，国有及国有控股企业又占全部投资 1999 亿元的 60%，增幅达到 55.2%。但是直到铁本事件被查处，没有一个地方政府和行业协会或者部门公开承认投资过热，似乎这种过热都是别人的事，和自己没有关系。显然，在地方利益和行业利益的抵制面前，中央的整体利益被漠视，宏观调控的决心和措施被化解于无形，形成舆论对宏观调控的实际效果“雷声大，雨点小”的误解。查处铁本项目与其说是查处戴老板不如说是杀鸡吓猴，明确一个信号，新政府的中央权威不容挑战。

水皮在铁本被查处的时候曾经说过，也许过若干年再回过头看，铁本从项目角度而言是个好项目，但是生不逢时。其实不光是铁本，在铁本之后还有宁波建龙，不同的是宁波建龙虽然下马但并没有被拍死而是被放一条生路。并非偶然的是铁本和建龙都是民营企业的投资项目，所以也难怪民间一度盛传宏观调控不是“一刀切”，而是“切一刀”，切的不是国有企业，切的都是民营企业。

都是钢铁企业，投融资规模都在 100 个亿左右。铁本是从银行间接融资，宝钢则是从股市直接融资（20 亿流通股），为什么宝钢能融，铁本就不行呢？

宝钢说，宝钢的增发是用于扩张收购，不是上新项目，收购的是宝钢集团下属的 9 项资产，包括钢铁生产、供应链以及相关的产业，不属于低水平重复建设，不在宏观调控之内。这话听上去似是而非，宏观调控调控的是什么，首先是投资。投资又分自有资金和自筹资金两种，上市公司再融资就属于募集自有资金，怎么不在宏观调控之列呢？1993 年开始的那一轮调控为了挤掉房地产投资泡沫一度禁止房地产公司上市，直到 2001 年 3 月 12 日天鸿宝业上市才算开禁，难道 IPO 算调控，再融资就不算？

一般而言，上市公司再融资要么是缺钱，要么是有好项目。宝钢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

缺钱吗？好像不缺，建设银行改制，宝钢一次入股 30 亿元人民币，说明宝钢有的是钱；宝钢有好项目吗？看不出来，因为宝钢收的都是母公司的资产，这些资产不能算垃圾，但是赢利能力绝对超不过宝钢股份现在拥有的资产质量。宝钢股份 2003 年的利润是 69 亿，而宝钢集团的全部利润才 78 亿，宝钢集团还能为宝钢股份装入什么优质资产呢？连普通投资者都明白，宝钢再融资的结果只有一个，单股业绩下滑，这样的再融资不是扔包袱又是什么，谁会欢迎？令人不解的是，宝钢集团要拿上市公司收购资产变现的 120 亿元人民币干什么？收购铁本吗？还是继续投资建行？如果是收购铁本，那么铁本该不该下马？如果是投资建行，那么对不起，由建行直接在市场 IPO 就行，用不着宝钢转手。

水皮相信宝钢股份的高管，相信要收购的资产质地，相信不会给上市公司造成拖累的说法。如果这一切是真的，那么，宝钢集团在这个时候完全没有必要把这些资产装进上市公司，尽可以留在集团享用以确保国有资产的保值增值，上市公司的股东也不奢望和宝钢集团共享那块肥肉。事实上宝钢股份目前的急不可忍不能不让人们对宝钢的动机产生怀疑，甚至对中国股市未来的走势产生怀疑，因为这种竭泽而渔的确给人到了世界末日的感觉。

如果宝钢的高管知道中国股市不是为宝钢一家而开的话，那么，宝钢人应该知道这样的道理，凡事都有轻重缓急。等待上市的国有大中型企业有一大批，金融机构也有一大堆，建行和中行已经是箭在弦上马上要发，交通银行已经准备插队。从全局的角度看，哪一家不比宝钢再融资重要，紧急？何况历史证明，百亿元的超级大盘股上市，股市都要沉底才能承接，宝钢的高管意识到自己的行为对市场的伤害了吗？在这种情况下推出 280 亿的再融资不是砸盘又是什么？不是和中央政府救市的努力对着干又是什么？

中国股市是融资场所，也是投资场所，但归根结底还是投资场所。没有投资者的投资，融资者也就无从融资，而没有融资者的融资，投资者照样进行投资，这个道理不难懂，不用提到“三讲”的高度，就是不讲政治，也应该明了这个道理。何况，江苏铁本、宁波建龙都因为讲政治而停工，上海宝钢就因为是国有企业反而可以不讲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

政治？

"只许州官放火，不许百姓点灯"是什么时代的事情？是封建时代的事情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

外资股是谁的福星

1. 深发展为什么能破例

（000001）深发展，自1991年4月3日在深交所挂牌之日起就成为沪深两市当之无愧的龙头，其旗帜性的地位至今没有人可以撼动，在相当长的一段时间中，深圳市场基本上惟深发展马首是瞻，控制了深发展就等于控制了深圳的走势。

深发展为什么会有如此大的能量呢？

首先深发展是一只大蓝筹，总股本19亿4582万2149股，市值超过190亿，深发展涨跌每一分钱，影响深圳综合指数0.3个点，权重非常大；

其次深发展是中国股市第一只银行股，业绩还算不错，2002年1～9月份的报表是每股0.22元，金融股在股市往往有风向标的作用；

再者深发展还是一个标准的收购概念股。在19亿多的总股本中，深发展的国家股才1.25亿股，法人股才4.1亿多，两者相加不过5.4个亿左右，而流通的普通股却有14亿股之多，占总股本的63%还多，这和大多数中国公司2／3的法人股和国家股不能流通形成了鲜明的对照。

由于深发展的独特地位，深发展在中国证券市场的重要转折时期都扮演了不可或缺的角色。1996年至1997年的大牛市就是当时深发展吹响了冲锋号，当时跌至每股5元的深发展推出10送10的方案后一路高歌猛进，最高打到49元的历史高位，就此拉开深圳股市的狂涨行情，虽然事后查明，深发展有自己坐庄炒作的“丑闻”，但为什么不像浦发行那样只是出让5%的股权给花旗银行自己依然保持绝对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

控股地位呢？

公开的解释就是深圳方面尝试在金融领域的领先开放。我们大家知道，深圳作为中国第一个经济特区一直走在改革开放的前列，当然也一直享受着优惠或倾斜的政策，在改革开放20年之后，在中国全境开放之后，特区如何显示一个“特”字一直在困扰深圳，深圳也深深地沉浸在特区这个历史概念中不能自拔，总希望还能领先一步，为此不惜提前中国的WTO承诺时间表，以过度开放吸引外资的目光，深发展就是这种思维的产物。

这是一种解释。

还有一种解释就是深圳方面不甘心金融中心地位的旁落和衰退，鼓足干劲要和上海作最后的拼抢。比如深圳方面最近出台的《深圳市支持金融业发展若干规定》明确了18项条款，不但成立深圳市金融资产管理办公室和金融发展决策咨询委员会，而且还设立了“深圳金融发展专项资金”。规定特别强调，大型金融机构在深圳设立总部或地区总部需购地自建办公用房的，所购土地按市场价优惠并以协议方式出让土地使用权，总部或地区总部在深圳的金融机构新购置办公用房，按每平方米1000元的标准在专项基金中给予一次性补贴。

这些政策足以显示深圳方面对吸引金融机构的诚意和热情，新桥如果能够顺利入驻深发展，显然有利于强化深圳的吸引力。

但是，事实上是怎么样呢？

事实上，新桥投资对深发展所作的尽责调查却至今没有结束，远远超过了当时公布的期限，而其间深发展的质地问题成为一个最大的悬念。尽管深发展方面否认多达80亿不良资产的谣言，但是我们知道历史上深发展的财务是出过问题的，对于呆坏账和不良资产的认定，中国标准和美国标准显然又有较大的差异，深发展的业绩会不会出现调整令人担忧，而所有这些又都将影响到双方收购价格和收购比例的谈判。

与此同时，深圳方面为什么选择新桥投资也让人们充满了好奇。美国新桥投资集团公司是因为收购重组韩国第一银行并成功转型使之扭亏为盈而成名的。韩国第一银行一度是韩国最大的金融集团，由于亚洲金融危机的波及和主要客户的原因濒临破产，新桥投资进入以后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

改变定位向零售银行发展很快走出困境，深发展相比之下只是一个小银行，照搬韩国模式不一定行得通，那么深圳方面又为什么会选择新桥呢？

看来，深发展的破例特批还有些我们并不了解的原因，这丝毫不能削弱深发展的影响力。

历史走到 2002 年 9 月 27 日，沉寂了数年的深发展发表公告，宣布正式引入新桥投资，开创中国银行并购案的先河。公布要比市场的传闻晚了将近一个月的时间，而市场分析人士更是指出深发展的并购突破了当时的规定限制，属于特例，因为相关的关于国有股和法人股向外商转让的规定迟至 11 月 4 日才正式出台，深发展并购案早出生了一个月还多。

确切地说，深发展并不是简单的并购案而是外资收购案，这是由深发展的股权结构决定的。在传说中拟转让的国家股和法人股全部属于深圳市政府，而在大股东中股权又极度的分散，第一大股东深圳市投资公司才占 7.08%，第二大股东深圳市国际信托投资公司占 5.77%，第三位大股东是深圳市保险公司占 4.02%，其他的都不足 4%，新桥投资受让规模达到 15% 的时候已然实际控股。事实上，9 月 27 日深发展公告之日就是新桥开始接管之时，9 月 30 日的会计师和律师事务所 50 多人进入进行尽职调查，10 月 10 日，新桥 8 人收购过渡期管理委员会成立，10 月 14 日，3 人临时风险业务审批小组成立，几乎所有分行权限以下的贷款审批均要上交。

深圳市政府为什么要急于转让深发展呢？

2. “洋桦林”无心插柳柳成荫

2003 年的 7 月 13 日，中国证券市场又诞生了一个第一。新加坡佳通公司通过竞投底价获得上市公司桦林轮胎 1.5 亿股国有法人股，这不仅开创了外资竞购国有股的先例，也正式拉开了上市公司外资并购的序幕。

桦林轮胎创下的这项第一对于上市公司来讲虽然不算是什么光宗

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

耀祖的事，但却是标准的雪中送炭，如果桦林轮胎的国有法人股此刻再没有人竞标，找不到像新加坡佳通这样的业内战略投资者进入，那么已经加上了星号的 ST 桦林注定离脱不了年底退市摘牌的命运。因此，尽管桦林的国有股每股才折合人民币 6 毛多一点，尽管资产评估的结果 1.5 亿股的价值有 1.2 亿元，但是这个价格还是合理的，毕竟其他两位在场的竞投者只是陪坐而已，而如果没有这两位陪坐在场，那么佳通公司就不能成为竞标者，也就不可能以底价获得这批法人股，桦林轮胎法人股的拍卖就有可能第三次流产。

新加坡佳通一举拍得的 1.5 亿法人股，占桦林股份全部股本的 44%，理论上超过了要约收购的 30%底线，但是考虑到竞拍的目的是为了重组濒临退市的上市公司，考虑到佳通并不以退市为目的，所以证监会理应会给予豁免。

桦林轮胎一不小心就成了“洋桦林”，真正应了那句中国老话，“有意栽花花不开，无心插柳柳成荫”。

投资者早在 2002 年 9 月 27 日就从报章得知了美国新桥集团收购深发展国有股的消息。从收购的数量看，确定地讲应该是美国新桥控股深发展，如果成功，那么深发展不仅是外资并购第一股，而且还会成为外资中国银行的第一股，意义非同寻常，为此深发展获得了决策层的特批。但是令人遗憾的是，这朵被方方面面呵护有加的鲜花至今没有开放，相反随着深发展过渡委员会的取消，随着新桥和深圳方面矛盾的公开，深发展的转让极有可能已经胎死腹中，靓女想先嫁没能嫁成，反倒成全了桦林这个带星的 ST 族。

上市公司的国有股向外资转让历史上曾经有过。1995 年，日本五十铃汽车株式会社和伊藤忠商事株式会社就同北旅达成协议，一次性购买北旅法人股 4200 万股，从而占总股本的 25%，开创外资直接收购上市公司法人股先例。在此之后，江铃汽车也曾在 B 股发行中向福特汽车定向发行超过 25%比例的法人股从而绕过当时外资审批的限制。事实证明向外资开放国有股和法人股的转让市场，有利于跨国公司对中国相应行业的整合兼并，带来全球的网络优势和管理资金优势，帮助上市公司走出困境，不过可惜的是，这种转让在 1998 年就被停止了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2002 年 11 月 4 日，也就是在深发展并购消息见报快一个半月以后，中国证监会、财政部和国家经贸委才联合发出通知，宣布上市公司可以向外商转让国有法人股。同时规定，第一，向外商转让的国有股和法人股原则上采取公开竞价方式。第二，上市公司国有股和法人股向外商转让后，上市公司仍然执行原有关政策，不享受外商投资待遇，换句话说，上市公司一律实行国民待遇。第三，也是最重要的，向外商转让的非流通国有股和法人股，不能在证券交易所交易，也就是说不能进入流通。

这个消息发布的时机不早不晚比中共十六大召开的日子提前了 4 天，是当周的第一交易日，而在 8 日，也就在中共十六大召开的当天，中国证监会发布了 QFII 正式开放的消息。管理层的用意是非常明显的，希望这两大消息的发布能为中共十六大的召开营造一点喜庆的氛围，股市有可能走出几根大阳线来。管理层想不到的是，这两条消息的前后发布却给市场形成了新的联想：既然国有股可以向外资转让，那么谁有权力能够限制外资转让国有股呢？

既然外资可以以合格境外投资者的身份直接进入 A 股市场，那么谁又能确保或者说强迫外资在今后国有股法人股的转让过程中不以市场价转让而接受市场折扣价呢？

表面上讲，市场的反应是那么的非理性，那么的不讲道理，那么的不讲逻辑，那么的不听解释，实际上根子还在刚刚给中国股市造成巨大创伤的国有股市价减持实践上。投资者想的是，现在好歹我们面对的是国有股，面对的是政府，减持方案不合理我们冤有头债有主，而如果国有股转到外商手中，人家又有什么义务来补偿中国二级市场投资者的损失呢？国有股现在不能流通，今后早晚要流通，今天不提减持，明天早晚要减持，国有股现在又搀进了外商的持有，问题不是越来越复杂、解决起来越来越困难了吗？

这就是为什么十六大开了一周，沪深股市却从此跌了不止一周，指数从 1550 点回头直奔 1300 点而去的内在原因。

谁又能说这是管理层敢想像的呢？

阴差阳错，播下龙种，收获跳蚤。桦林轮胎只不过再一次为此提供了一个佐证而已。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 外资股为什么登堂入室

对于中国股民而言，不同的大股东带给他们的是不同的感受，反过来他们又以这种不同的感受去认识他们参与的市场，得到或伤悲或惊喜的结论。

同样是受大股东操纵，当这个市场基本上都是国家控股的时候，股民的心态是麻木的，宽容的。大股东作出损害中小股东的决议很少有人会追根刨底地问为什么，似乎这是一种约定俗成的规则，没什么可奇怪的。而事实上证券市场的功能在某些人的思维定式中就是国有企业解贫脱困的场所，本身就肩负着为国有企业融资服务的使命。

但是，当大股东的身份转变成私营企业的时候，股民们的心态就发生了微妙的变化，对许多司空见惯、习以为常，甚至是拨乱反正的举措都会表现出强烈的反感、抵触。这一点在当年用友上市后的第一年分红上面表现得淋漓尽致。

众所周知，现金分红是大多数发达市场的取向，中国的上市公司多年以来或分不出红，或以送红股替代分现金，很少考虑给投资者以现实的回报。为了鼓励上市公司现金分红，证监会甚至把这作为配股的必要条件加以考查。因此，上市公司能以现金分红，特别是以高比例的现金分红应该是一件值得提倡的好事。

不过，这样的好事由用友来实行就变成了一场阴谋。什么阴谋呢？王文京通过现金分红高额兑现的阴谋。有心人给他算了笔账发现，通过一次分红，王文京就收回了他的原始投资。因此，一次普通的上市公司的红利分配就酿成了一场大辩论，而按照质疑者的逻辑，用友显然不应该以现金方式分红。

应该说，这是一个荒谬的结论，但却是一个令人深思的结论。这种看似荒谬的悖论从用友上市开始就埋下了种子。一个为国企服务的市场在向私营企业敞开大门之后，一系列的假设前提都发生了变化，怎么可能要求股民们以对待国企股的心态对待私企股呢？如果说国营企业融资“圈钱”大家尚可容忍沉默的话，凭什么对王文京以 36 元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每股的价格 IPO 还装聋作傻，谁不知道用友把募集的巨额资金买成了国债，谁又能扼制住用友正是用募集资金支撑高比例现金分红的联想呢？

现在同样的问题又发生在外资股的身上。

根据报道，外资企业浙江国祥制冷工业股份有限公司和日资宁波东睦新材先后通过了证监会发审委的审查，进入 A 股市场 IPO 指日可待。

外资图谋进入 A 股市场已经不是什么新闻了，早在 2001 年底市场就有联合利华投石问路的试探，只不过，现在通过的这两家“迷你”型外资企业，无论是规模，还是产品、形象以及知名度都和联合利华不可同日而语。

既然这样，问题就简单了。与其说是外资股进入 A 股市场为中国证券市场扩大了知名度和影响力，是 A 股借了外资的光，不如说是 A 股市场再一次向外资敞开了“圈钱”的大门，为外商吸引“内资”，提供了合理合法的平台和渠道。

这是在吸收外资吗？

如果是的话，那么成千上万的外商都会蜂拥而至，争先恐后。为什么？因为中国股市由于法人股不流通导致市盈率高企，外资企业只要能够 IPO，那么就能获得高额的资本溢价，1 元钱转眼就能变成 3 到 4 元，你说让他们上哪去找这样好的投资场所？

坦白地说，水皮原来一直赞成 A 股市场对像联合利华这样的国际大公司开放，一来丰富中国市场的品种结构；二来体现中国 WTO 之后的“国民待遇”；三来，也是最重要的，规范的、有声誉的跨国公司的进场有可能为中国的上市公司树立学习的榜样。如果为此要牺牲一点利益，付一点代价的话，那么也算是学费，是物有所值。

但是，浙江国祥和宁波东睦算什么？

算“假洋鬼子”。

这样为开放而开放又何必呢？

有人说，规模小方便监管，在 A 股市场 IPO 等同于“圈钱”这种状况没有被有效地打破之前，规模小同时实际上还存在着违规成本小、道德风险大的一面。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谢百三是坚决反对派的代表，当年水皮差一点和他同台辩论，现在水皮从内心庆幸和谢教授擦肩而过，否则真不知道如何面对今天的局面。

难道我们真的要把为国有企业解贫脱困的历史使命弘扬成国际主义精神，为所谓的“外资”也服务一把？

4. 富通昭和成为替罪羊

互联网时代，一天不上网不知天下事，两天不上网恍然如隔世。

2003 年 9 月 4 日，在水皮的印象中应该有一个新股配售，但是电话交易中却没有任何提示。两天没有上网的水皮这个时候才知道，9 月 1 日刚刚公布新股发行计划的富通昭和，9 月 2 日就发布了最快的澄清公告，声称“因为准备工作尚未完全做好，本着对投资者负责的态度，经协商，并经中国证监会同意，决定推迟本次发行”。

富通昭和原计划发行 4000 万 A 股，每股定价 4.88 元，预计募集资金 1.85 亿元。短短两天之中却出尔反尔，准备工作没有做好是假，遭遇市场强劲的抨击是真。

抨击的是什么呢？

抨击的不是招股内容，不是业绩下滑，更不是弄虚作假，而是富通昭和这个公司的名称。

激愤的投资者电话打爆了证监会的主席热电，激愤的网民更是在网上展开了体无完肤的批判，激愤的结果就是上市公司和主承销商以至于证监会无力承受这种压力，宣告推迟发行。

富通昭和做梦也想不到公司名称中的“昭和”两字会引起中国投资者的众怒，证监会更想不到批准这个公司上市会招致“宁予洋人不予家奴”的罪名以及“汉奸”的人身攻击。这一切，仅仅是因为“昭和”两个字。

“昭和”是什么？“昭和”是日本裕仁天皇的年号。正是在裕仁天皇任上，日本军国主义对包括中国在内的亚洲发动了长达 20 多年的侵略战争，中国人民浴血奋战 8 年付出惨重的代价才取得了抗日战

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

争的胜利，而日本天皇至今没有对中国人民正式认罪，“昭和”两字成为中国人民心中永远的抹不去的痛，以“昭和”作为上市公司名称公开展示的确伤害了中国人民的感情。

富通昭和成立于1998年8月，主营光纤和光缆，富通昭和的第一大股东是浙江富通集团，持有公司47.39%的股份，第二大股东是日本的昭和电线电缆株式会社，持有公司45.53%的股份。2000年8月，富通昭和开始股份制改造，注册资金由800万美元增加到1356万美元。2001年3月15日进入上市辅导期，2002年11月通过中国证监会发审委员会的审核。

浙江富通集团1994年由王建沂创立，2000年改制成民营企业，2001年上交的税收达1.2亿，总资产达到22.7亿，是浙江富阳最大的企业和纳税最多的企业。而昭和电线成立于1936年5月26日，1949年在东京上市，东芝集团持有其19.79%的股权，是东芝集团的骨干企业。

富通昭和成立至今已有5年的历史，为什么在此之前没有人对“昭和”两个字提出过责难呢？难道上至国家工商总局核准企业注册下至公司员工都缺乏历史常识吗？

问题恐怕并没有那么简单。

8年的侵华战争给中国和日本这两个一衣带水的邻邦留下的创伤是深刻而难以弥补的。中国政府对战争赔偿的放弃和日本国内反华势力对于历史篡改的努力带给中国人民的感情是复杂的。水皮不是一个狭隘的民族主义者，但是在日本人面前，他相信绝大部分中国人会保持一种敏感的尊严，这种敏感有时候是扩张的，有时候是感性的，有时候甚至是狂热的。在日本人眼中，“昭和”只是一个年号，和中国人概念中的“乾隆”、“康熙”的确没什么两样，但它作为一个日本公司的名称也未免会时时刻刻让人联想到侵略。当齐齐哈尔毒药弹被炒得热火朝天的时候，当“9·18”临近的时刻，“昭和”两字成为每天每时每刻都在电脑屏上闪烁的上市公司名称就会让人浮想联翩、忍无可忍。富通昭和事件的确不是一个政治事件，却成为中国股民发泄对日仇恨的替罪羊，这是其一。

从中国股市的状况看，富通昭和的选择时机也存在不少问题，持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续的低迷令投资者对新股产生了极度的厌恶，对新股的发行普遍抵制，这个时候上市本身就是找骂，更不用说还有“昭和”这个大题材，你不该死，谁该死？所以富通昭和虽然不是大盘股，但也一样成为中国股民发泄对新股不满的替罪羊，这是其二。

富通昭和改制后的股份中，虽然民营企业占大头，但和日本公司只有5%的差距，随时可能出现外资控制的局面。由于中国市场发育的缺陷和监管的不足，中国股市众所周知是一个“圈钱”的场所。国营企业“圈钱”有托辞，好歹有全民的幌子；民营企业“圈钱”也有托辞，好坏也算效率优先，“圈”来“圈”去，肉还烂在锅里，反正都是国民。外商投资又算哪路祖宗，难道还要让他们免费品尝“圈钱”的“国民待遇”吗？让外资企业在华IPO就等于向他们赠送募资权，本来就是一种为开放而开放的小智慧，本来就是备受股民质疑的新举措。富通昭和作为日商投资企业正好成为中国股民发泄对外资股不满的替罪羊，这是其三。

富通昭和只是一个企业，让一个企业承受太多的历史责任是不合理的。“不打馋的，不打懒的，就打不长眼的”，当年sina还可以往“支那”上解释，现在富通昭和连引申都不用，不打你打谁？

“昭和”就是一只替罪羊。

5. 微软捅破最后的泡沫

2002年7月4日，水皮杂谈栏目发表《资本主义“打摆子”》一文，探寻当时由安然丑闻而蔓延在美国资本市场的那场做假瘟疫，文章认为，美国企业在过去10年中实施的期权制和美国文化以及资本主义社会的经济周期这三个因素的吻合构成了一种贪婪的周期性发作，安然、安达信、世界通讯、施乐就是这种周期性发作的产物。

2003年7月10日，全球最大的科技企业美国微软宣布，决定不再给予职工的认股权证，而是改发股票。微软的消息导致当日道琼斯工业指数下跌0.73%，海外消息更是以华尔街应声滑落评论盖茨的此举，因为如此一来可能会导致微软的赢利下降，尽管460亿美元的公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司现金可望提高公司给股东的股息，但是对于期权的梦幻毕竟还是给打破了。

微软总裁巴尔玛认为，这是微软在善待职工和照顾股东方面作出的新的选择。数据表明，如果 2002 年 6 月底为止会计年度把股权认购列入成本，微软 78 亿美元的年度获利将减少 32%，而到 2002 年 6 月 30 日止，微软公司未行使的认股权证共 8.02 亿股，其中 88%按行权价计算已经是白纸一张。

微软公司不是一家普通的公司，这不仅因为其创始人盖茨是全球首富，微软的市值是全球第一，股价的涨跌直接决定全美三大指数走向，而且微软的兴衰荣辱事实上与科技产业以至全球经济息息相关，所谓窥一斑而知全豹。因此，难怪香港《信报》会为此而发表社评，事实上微软的举措已经立竿见影，英特尔表示正考虑替代认股权证的方式，戴尔也说自己的认购权证将会减半实施，微软的榜样作用就是这么大。

期权制是美国公司在过去的岁月中普遍采用的一种职工激励机制。公司向职工发放一定的认股权证，而认股权证的行使又和公司的业绩和股价挂钩，网络泡沫高峰的时期，几乎所有的公司都以梦幻般的未来期权而诱惑员工，这种狂热甚至影响到了像 GE 这样的老派公司。

水皮在《资本主义“打摆子”》一文中对此有过专门的描述：韦尔奇在 1980 年就任 GE 董事长的那一天得到了 17000 股 GE 的期权，12 年后获得不到 8000 美元的收益，这种刺激导致韦尔奇开始在 GE 通行旨在分享的期权改革方案。结果 1981 年，对所有在 GE 工作的人而言只有 600 美元的期权收入，1997 年 10000 名 GE 员工实现的期权收入为 10 亿美元，1999 年 15000 名员工的期权收入为 21 亿美元，2000 年约有 32000 名员工持有的期权价超过 120 亿美元，为员工保留期权的计划使雇员成为公司的最大单个股东。

水皮在文中问到，韦尔奇的期权计划和美国 20 年来的“股东革命”轨迹相吻合，GE 成功是有目共睹的，但是不成功的企业呢？或者说没有持续成功的企业呢？他们同样在期权上迈出了和 GE 一样大的步伐。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在期权上和 GE 迈出了同样大步伐的公司又没有取得 GE 取得的绩效，那么在不可避免的经济周期面前，在周期性衰退的经济大势之下，拥有大量期权的 CEO 们就可能铤而走险做假账，以虚假的业绩支撑高企的公司股价或者推高股价以便于他们兑现巨额的期权利益，实在支撑不下去的时候就会纸包不住火，形成一个又一个的安然和世通。美好的期权制度在人类的贪婪特性面前变得面目全非，走向了其出发点的反面。

期权制既有刺激员工的正面影响同时也有损害公司形象的负面影响，这主要看当时的投资和投机氛围怎么样，公司的前景到底如何。在网络狂热的时候，人们谈论的不是市盈率而是市梦率，完全是人有多大胆，地有多大产的翻版。期权制当然也成为工薪族一夜暴富的捷径，而公司此刻定的行权价往往也比较高，但是一旦梦幻破灭大家又回到市盈率的面前，那么曾经让人充满期望的行权价就会变成一个无法逾越的高度，一张张的期权证就会变成一张无情的嘲讽的脸，成为全体员工心头抹不去的阴影。

2003 年 3 月 7 日是微软上市以来第一次给股东派息，高科技公司不派息的历史就此结束，7 月 10 日，微软取消认股权证更标志着高科技公司的高增长岁月成为历史，高科技已经或正在进行着向成熟产业的过渡，微软捅破了高科技的最后一个泡沫。

Game is over，游戏结束了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问题股是谁的教训

1. 黄宏生案的启示在哪里（上）

黄宏生曾经是一个对社会有贡献的人，黄老板一手创立的创维集团是国内数得着的大型家电企业，成千上万的创维彩电不仅给中国人民甚至给世界各国人民都带来过欢乐。

同样，赵新先也曾经是一个令人尊敬的企业家，赵老板白手起家把一个军队的小药厂整成了全国闻名的三九集团，成千上万的三九胃泰也给中国人民甚至世界各国人民带去过安慰。

但是，结局却完全不一样。

黄宏生被香港廉政公署拘捕，赵新先却在国资委的退休通知下平安着陆。

香港廉政公署拘捕黄宏生，是因为这家上市公司涉嫌诈骗上市和挪用公司资金，国资委通知赵新先退休表面上看是因为年龄的关系，但是实际上大家都知道，三九集团挪用上市公司的资金达25亿元人民币之巨，而且根本不可能偿还。

同样是挪用资金，一个在香港锒铛入狱，一人在大陆安享晚年，这就是香港和大陆的差异，香港股市和大陆股市的差异，“一国两制”的差异。

黄宏生的罪名现在还不能确认，作为一个有影响力的公众人物，黄宏生刚刚访日归港便遭变故，想必不会是突发事件，这一点从廉政公署的行动代号取名“虎山行”便可洞察。

“虎山行”意味着“明知山有虎，偏向虎山行”，这个虎，可能指黄宏生这个大老虎，也可能指黄宏生背后众多的可能会影响办案公正

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的各种势力和人物，总之，香港廉政公署是有备而来，很有点不达目的决不罢休的味道。

从香港廉政公署的新闻公告看，黄宏生被指控的有两条，一是行贿注册会计师以伪造会计记录，协助公司上市，二是行贿公司财务总监以挪用公司巨额资金。从警方掌握的情况看，都有污点证人作证的痕迹。

黄宏生成为新闻人物并不是第一次。2000年创维地震就已经把黄宏生推向过前台。

当年，水皮写过两篇杂谈。一篇名叫“黄宏生心太狠”，另一篇叫“陆强华手太硬”。

2000年的中国彩电市场是国产彩电价格战打得最凶的一年，而在国产彩电巨头中只有创维一家是民营企业，其他的都是国营企业，包括同在南方的康佳和TCL。价格战的结局谁都能承受只有创维不能承受，而不能承受的代价则是总经理陆强华的出走。

陆强华不是等闲之辈，四年之中把创维彩电从8个亿做到43.3亿就已经说明了这一点。陆强华的出走带走了创维24个片区经理中的11位，销售精英100多，引发了有关职业经理人职业道德的一场大讨论。

无巧不成书的是，陆强华出走之后的第一个落脚点不是别的地方，而是江门的高路华。高路华也做彩电，高路华的老板黄巧灵也是香港人，高路华也在香港挂牌上市。

更无巧不成书的是，高路华一边在港挂牌，一边又在国内谋求和通海高科捆绑上市，而在国内捆绑上市的目的居然就是想抽逃募集资金用于填补香港上市公司的窟窿以逃避证监会的清查。不幸中的万幸是有人良知未泯，有人向中国证监会作了举报，在通海高科没有上市之前紧急叫停，而清查的结果令人震惊，短短数月已经有上亿的资金不知去向！

高路华在市场上消失了，通海高科也在市场上消失了。黄巧灵走在黄宏生的前面，通海高科却摇身一变成了吉林电力，至今我们没有看到有谁为此付出代价，或丢官，或入狱。

有时候想想，中国的股市好像已经成了“犯罪的天堂”，罪与非

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

罪介乎无间道的状态，司法介入成了大家的一种呼吁，到底是谁使股市居然变成了通常司法不介入的真空地带呢？

中科创业崩盘，庄家吕梁没有办法跳了出来，主动约媒体访谈，主动申请司法保护。水皮当时写过“吕梁为什么跳出来”的杂谈，指出吕梁实际上是投案自首，但是没人立案。结果吕梁只能自谋生路，亡命天涯。亿安科技事发，董事长罗成开始还嘴硬，声称不怕清查。证监会开出 8.98 亿的罚单之后却根本找不到可以执法的单位，因为罗成已然逃之夭夭。8.98 亿这张天价罚单可以得出一个结论，那就是天大的事在这个市场上可以用天大的价格摆平，而最可笑的结论就是天大的罚单和没有罚单实际上是一回事。

二级市场是这样，一级市场有过之而无不及。

通海高科是一个被叫停被查处的典型。

中小企业板的江苏琼花则是另一个被举报出来的典型。江苏琼花事件的恶劣还不仅仅在于隐瞒委托理财的真相，而且还在于为什么一个小企业有 4000 万的闲置资金还要谋求上市，目的何在？发审委为什么又何以能够举手放行，其中又有什么问题？琼花事件至今为止，没有查处的行政决定，总裁和财务总监倒是引咎辞职了，如果这就算结果的话那么还不如不查处。因为这种查处反而让大家感受到了那种不寒而栗。

证监会前主席周小川曾经在 2001 年宣称要集中打击庄家的操纵行为，打击的结果是罗成手下的操盘手判了几年刑，主犯却神龙见首不见尾；证监会现主席尚福林 2004 年推行新股发行保荐制，保荐出一个江苏琼花也只不过暂停保荐人三个月的资格。

二级市场这样，一级市场，我们又能对上市公司苛求什么呢？2004 年，管理层清理大股东欠款，清出一个以股抵债的创新。水皮不是一个较劲的人，以股抵债和欠债相比，总是一个不是办法的办法，但是这终究不是说法，是不是？

什么叫大股东占用，什么叫挪用，什么叫掏空，什么叫侵吞，该不该负法律责任？怎么占用非上市公司的资金，当事人要被送上法庭，而挪用上市公司的资金，当事人却若无其事，不以为然逍遥法外？自然人触犯刑律要服刑，法人触犯刑律难道就可以法外开恩？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国的上市公司绝大多数由国有企业改制而来。中国的国有企业之所以要上市并不是为了和投资者分享经营的成果而是为了和投资者分担经营的风险，确切地说就是为了融资。

这是一个悖论。如果国有企业经营得好，符合上市的条件，那么就不需要上市；如果国有企业要上市，那么必然经营得不好，不符合上市的条件。

没有条件，创造条件也要上，只能有两个选择，一是所谓的分拆，二是所谓的包装。不管是分拆也好，包装也好，融资的去向首先就是填补大股东的无底洞，否则，上市就会失去意义。

大股东占款或挪用，其实是国有控股上市公司与生俱来的“原罪”。

从这个角度讲，落实“国九条”保护投资者利益，首先要做的恰恰是保卫上市公司。上市公司如果被人掏空了，保护投资者利益也就无从谈起了。

黄宏生案的启示在哪里（中）

香港廉政公署的办事效率高、透明度也高，抓了黄宏生两天，新闻发布会开了两次，第一次宣布抓人，第二次宣布起诉。

“虎山行”的行动的确是经过深思熟虑的。

黄宏生的罪名，大陆的同胞并不熟悉。在一般的投资者眼中，4800万对于黄宏生而言并不是一个足以使他犯罪的数字，问题出在哪里？问题出在盗取。

什么叫盗取？说白了就是不言自取，就是偷。如果一个小偷的犯罪数额达到4800万港币，那么等待他的肯定是一个“犯罪数额特别巨大，犯罪情节特别恶劣”的指控，判死刑是完全可能的。

黄宏生犯案受影响的不但是他个人，还有创维集团。创维高层集体亮相的时候称，创维尊重香港联交所的执法程序和调查过程，同时又指出，创维是一个公众公司，大股东拥有一定的权益，同时这个公司也为全体员工所有，为深圳所有，为国家所有，希望社会各界能有公正评价。还指出香港创维只是集团的一个控股公司，和集团应有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

区别。

创维高层的努力显然是想和黄老板划清界线，保卫创维的生存。无意之中，创维高层点出了黄宏生案的另一个实质，那就是究竟什么是公众公司。

公众公司和私营企业最大的区别就是，作为一个股份制公司，大股东再大也只是一个股东；大股东再大，公司的资产也不归大股东所有而是归所有股东所有。公司的资产更不以股东份额的大小可以由大股东支配。如果支配了，就等于把自己的手伸到了别人的口袋里。对于把自己的手伸到别人口袋里的行为，谴责管用吗？

有关统计表明，自 2001 年 4 月以来，共有 61 家上海证交所的上市公司受到 77 次公开谴责，涉及的董事、监事和高管共有 477 人（次），如果加上没有公开的内部批评和谈话，那么数量就更为惊人。一个尴尬的现象也就随之而来，公开谴责的公司和高管越来越多，次数越来越频繁，而谴责的效果却越来越差，不但当事人不以为耻，就是管理层也力不从心，执法的权威受到极大的挑战和戏弄。

济南轻骑和轻骑的董事长张家岭就是一个典型的例子。

济南轻骑当年号称绩优股，曾经在市场中扮演过黑马奔腾的角色，证监会的调查结果表明，济南轻骑的董事长和高管扮演的就是“骑手”的角色。张家岭受到了证监会行政处罚最严厉的制裁，被宣布成为中国股市第一批禁入者之一，并且被剥夺了上市公司董事长的资格。但是事实证明，这种所谓的制裁对于张董事长而言无异于废纸一张，济南轻骑最终被以张家岭为董事长的集团公司彻底掏空、拖垮，形成 34 亿元的巨额亏损，导致暂停上市、被迫破产、没人重组的悲惨结局。

张家岭的禁入就好像足球队的主教练被罚上了主席台，在移动通讯如此发达的今天，这种传统的处罚等于给了主教练一个更开阔的视线遥控指挥，不是自欺欺人又是什么呢？

在“球市、楼市和股市有什么共性？”的杂谈中，水皮曾经提到“法律放纵”的概念。很久以来，大家一直有一个建议，就是希望中国证监会能够拥有像美国证监会那样的司法调查权和执行权，不然资本市场的情势千变万化，取证和保全很难落实。证监会、央行、保监

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会的联席会议解决了一个银行查账的问题，证监会和公安部的合作解决了证券犯罪的稽查问题。那么针对公众公司内部的犯罪行为又该如何授权呢？

这是一个法律问题。

还是一个观念的问题。

媒体报道称，深圳证监局为了遏制上市公司的不规范行为，亮出多个“杀手锏”对其进行强制监管。

深圳证监局认为目前上市公司存在四方面的问题：一是公司治理存在问题，如大股东及关联方占用上市公司资金；二是信息披露存在重大误导性陈述；三是随意变更募集资金动向；四是财务管理和会计方面。对此，深圳证监局提出八项要求：一是积极解决大股东占用资金问题及违规担保；二是上市公司要积极解决产权代表报告制度问题；三是高度重视公司章程的修订和执行；四是维护股东大会权威。五是加强董事会建设；六是上市公司董事要诚信守法；七是严格信息披露；八是严格执行会计规范。

深圳证监局的规定不算少，表态也非常坚决，但是如果上市公司“抗命”会怎么样呢？深圳证监局又有什么办法？

深圳证监局称有四项强制性监管对策。

一是强制信息披露，对于所有不规范行为将强制专项披露。披露该行为的因由背景、详细内容、全部过程，对中小投资者利益的影响和对公司损益的影响。

二是通报批评。通过批评，表明监管者的立场，警告违规者，提醒广大投资者注意。

三是健全上市公司、高级管理人员以及控股股东的诚信档案和建立上市公司高级管理人员污点登记手册。对于上市公司、高管及控股股东的不规范行为，将分门别类记入污点登记手册，并把诚信档案和污点登记作为日后监管的参考。

四是对凡是在诚信档案中有不良记录的上市公司提出的融资、重组或其他申请事项，将以治理结构不完善和诚信记录不良为由，一律出具否定意见，并不接受任何改正的承诺。

深圳证监局的所谓强制性对策在水皮看来与其说是惩治不如说是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

姿态。什么姿态？和违规上市公司不合作的姿态。老话讲“穷则独善其身，达则兼济天下”，深圳证监局的姿态实际上就是一种对被监管者无能为力而独善其身的姿态，证监局独善其身了，被乱弄的上市公司怎么办？中小股东怎么办？

“君子喻以理，小人喻以利”，深圳证监局最大的误区就是把小人当君子，把罪犯当良民，什么通报批评，什么污点记录，什么诚信档案，哪一个犯罪分子会把这些清规戒律当回事，他脑子中有这个概念还会犯罪吗？

券商挪用客户保证金是中国股市谈论了 10 年的话题，谈论的结果是不但没有减少，而且变成了全局的灾难。这里面同样存在一个怎么看待问题性质的问题。是券商的管理失误还是犯罪？如果是犯罪，为什么一而再、再而三的宽容？如果没有这种宽容，挪用客户保证金又何以会越演越烈。到今天需要国家财政来补这个多达 600 亿的巨大缺口？有权威人士称，经央行、证监会、财政部商定的解决方案是从 2005 年 1 月 1 日起，证券公司必须实行自营与客户账户分户管理，客户保证金必须全部到位，不足部分必须用资本金补足，剩余的缺口由财政部补。

最高人民检察院最近宣布将在第一时间介入重大事故和重大事件的检查组以掌握第一手公诉资料，造成 600 亿缺口的券商挪用问题已经够得上重大损失的条件，统筹解决方案中应该有最高人民检察院的参与。

黄宏生案的启示在哪里（下）

黄宏生案发生三天，三天三个进展。

第一天香港廉政公署拘捕黄宏生，第二天宣布以盗取 4800 万公司资金起诉黄宏生，第三天香港东区裁判法院开庭同意 100 万现金保释黄宏生。

与此同时，创维股票也在第一天便遭港交所停牌，预定于当日发布的半年报也同时被推迟。

香港警方的办案速度和证券市场的默契配合令我们这些大陆的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

民产生了恍然戏中的感觉，有点香港电影的味道。什么时候，中国证监会和公安机关也会有如此漂亮的表演呢？总是说要和国际接轨，在监管能力上什么时候能和香港接接轨呢？

这个时候，水皮还真有点想念史美伦。

尽管神秘的史美伦充满了争议，尽管史美伦式的监管首先遭殃的不是上市公司而是中小投资者，但是人家毕竟在香港博得了“铁娘子”的美名，而一世美名又差一点被大陆市场给葬送。

由黄宏生想到史美伦，该反思的不应该是包括水皮在内的投资者。

黄宏生被假释的当天，香港恒生指数在中国移动和汇丰控股的带领下重新跃上 14162 点的高峰，创出 45 个月来的新高，而与此形成鲜明对照的却是内地民营企业概念股的大幅下挫，其中超大现代跌 4.42%，国美电器跌 4.41%，紫金矿业跌 3.40%，金蝶国际跌 3.37%，大成生化跌 4.24%。

一边是红筹股带领大盘冲关，一边是民营企业股逆势下跌，黄宏生案影响的可见并非创维集团自身。黄宏生和创维的出身注定了其民营经济代表的性质。

创维集团 1988 年由现年 48 岁的黄宏生在香港创立，当时从事电子产品和零部件贸易以及电视机出口业务，1996 年 12 月在深圳购地建厂，2000 年才在香港证交所上市。黄宏生虽然身为香港居民，公司也在香港创立，但是在内地出生长大，在内地创业建厂，在内地发家致富，和内地生长的民营企业家有着本质的一致。

为什么内地的民营企业出事，香港市场的相关板块反应会如此激烈呢？

黄宏生案发当天，香港交易所的行政总裁周文耀正在北京。周文耀不愿意评论个案，但是却明确指出，民营企业的会计问题是一个历史遗留问题，港交所在过去一年中已经收紧“上市规则”，少数 2000 年或以前上市的公司还需一个解决问题的时间，创维集团正是 2000 年在香港上的市。

水皮不久前随团拜访香港华人会计师协会时，对于民营企业的会计方式和香港的差异有强烈的感受，诸多执业的香港会计师也明确表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

示，对内地条文有很大的不适应性。香港的会计师尚且如此，又遑论内地的民营企业家呢?

区域文化对人的约束性有多大，对企业的约束性就有多大。举个例子来讲，在罗湖等待过关的老外，在深圳这边排队加塞和我们没有什么区别，坦然自若，但是一过海关到了香港那边规规矩矩不逾雷池一步。老外还是那个老外，呆的地方不一样，自我约束马上就不一样，这就是入乡随俗。

中国的民营企业是在转型时期的中国社会文化中成长起来的。企业能够获得超常规的发展，国家政策支持是一方面，另一方面则有赖于民营企业自身的努力。这种努力有时候可以理解为创新；打破旧的框框，有时候就可能是一种违规，闯红灯，是对传统规则和一般社会伦理的挑战。无拘无束未必是坏事，无法无天未必是好事，以这样的行事方式在香港这样法律健全的地方行走就会出现“常在河边走，早晚会湿鞋”的后果。2000 年之前，香港联交所为了吸引内地的民营企业去上市，不惜降低门槛，绕过中国证监会玩曲线救国，2000 年以后最终还是认识到离岸的监管无异于自欺欺人。从这个角度讲，民营企业在股市的形象一半是被香港方面败坏的，另一半则是由于在国内缺少规范而惯坏的。有媒体发表文章就称，黄宏生这点问题在国内肯定没有人会把他当回事，不要说现在警方指控的仅仅是嫌疑，就是确有其事，也会大事化小，小事化了，地方政府断然不会在这种问题上和黄宏生翻脸。

总部设在柏林的“透明国际”组织，每年发布“全球 146 国清廉指数排行报告”。在满分为 10 分的评比中，芬兰的得分最高为 9.7 分，其次是新西兰、丹麦、冰岛、新加坡、瑞典和瑞士，这些国家的得分都在 9 分以上，基本上杜绝了贪污现象。除了上述的国家之外，全球各国因为贪官造成的损失仅在政府采购上便达 4000 亿美元。香港地区目前在这个排行榜上得分是 8 分，排在第 16 位，这个排名比中国大陆要高出很多，而中国大陆的得分在刚进入排行榜时低得惊人，近年虽然上升了 1 倍有余，但较香港还有一半的差距。

中国大陆和香港在清廉指数排行榜的差异或许可以用来解释香港廉政公署的所作所为，这才是黄宏生案给我们的最大启示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 中国人寿的软肋在哪里

2003 年全球最大的 IPO 项目是哪一个？

是中国人寿！

2004 年中国上市公司面临的可能的最大的索赔又是哪一个？

也是中国人寿。

2003 年的中国人寿是何等的辉煌，纽约 25 倍的认购率，刮起自互联网破灭之后的第一次投资风暴，香港财阀的鼎力捧场结果使这个第一次聆询甚至没能过关的上市公司真正领教了什么叫做“塞翁失马，焉知非福”。

但是。

但是，中国国家审计署的一份审计公告却把中国人寿推向了新的舆论旋涡。更令中国人寿所想不到的是，美国的投资者据此将中国人寿告到了纽约南区的联邦地区法院，指控的依据主要就是国家审计署的 2.65 亿美元巨额违规资金。美国人认为这里面存在着欺诈，存在着重大信息披露问题，存在着违法经营，存在着高管的合谋责任。

尽管中国人寿一再强调，国家审计署审计的是中国人寿集团公司，是控股母公司，不是上市公司，尽管中国人寿一再强调 IPO 之前已经和母公司签有其承担一切审计责任的协议，尽管国家审计署开出的 6749 万元（合美元 815 万元）罚单对象是中国人寿集团公司，美国的投资者并不买账，依然不依不饶。

不买账的结果是什么呢？

是大约 6000 万美元的费用。

美国人的认真是有道理的，这种认真再加上认死理的驴脾气，中国人寿想不出血就摆平，恐怕比登天还难。

美国人就问一句，母公司是不是中国人寿的前身，母公司的问题你们知不知情？如果是的话，那么一切 OK。

这是典型美国人的逻辑思维。

中国人是怎样想的呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国人想，人家中国人寿容易么！人家是国有企业分拆上市，母公司把所有烂账都扛了过去，进入上市公司的资产都是没有问题的优质保单，不这样你们会这么趋之若鹜吗，不这样聆询能通得过吗？做人不能得便宜卖乖，怎么能鱼和熊掌一个也不能少呢？美国人这样岂不是“狗咬吕洞宾，不识好人心”，白白辜负了中国政府背起的那一堆呆坏保单。

有人说，中国人寿这是交学费。

是中国公司海外上市必交的学费，这样的学费以前网易也碰到过，丁磊差一点就惹上刑事官司，害得这位中国首富不敢做董事长，不敢做总裁，不敢做 CEO，而是给自己搞了一个除了他自己别人都弄不懂算什么的首席构架师。为什么，就是怕负责任。

中美文化不同，中国人和美国人对信息披露的认识也就不同，中国人认为“能不说的可以不说”，美国人认为“能说的都要说”。

中美股市不同，中国人和美国人对投资的认识也不同，甚至对自己的身份认识也不同，中国人习惯把投资者叫做股民，美国人的字典中则没有股民只有股东；中国的投资者习惯把自己当作“外人”，美国的投资者习惯把自己当作“自己人”。

中国人寿是中国公司，中国有中国的国情，所以中国人寿在招股说明书中说，“我们是一家中国公司，我们所处的法律和监管环境在某些方面与其他国家有很大的不同”。中国人寿强调中国国情的时候，显然忽视了一点，那就是中国人寿是在美国上市，当中国国情遭遇美国国情的时候，该怎么办？中国人讲“入乡随俗”，还讲“人在屋檐下，不能不低头”，所以就有人出主意庭外调解花钱买太平。

问题是能否就此太平？

中国人寿实际真正的问题还在分拆上市。表面上看，问题和坏账都由母公司承担了，都由母公司做雷锋了，公众投资者，包括美国和香港的投资者占了天大的便宜，拿到了一个优质的保险公司，实际上是以牺牲母公司的利益，也就是大股东的利益为代价和前提的，本身并不是一桩公平交易，这样的交易合不合理我们暂且不去评述，但是能否持久就值得打一个大大的问号。

母公司和子公司虽然是两个公司，但是剪不断，理还乱。美国投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者可以就此把中国人寿告上法庭，母公司也就可以就此完成子公司的利益转移。

水皮并非是怀疑论者。中国人寿的上市模式是国有企业的改制典型模式。国有企业为什么要上市，长期的目的是建立现代企业制度，也就是改制，短期的目的就是解贫脱困，也就是融资。整体达不到上市的目的，那么就分拆部分上市，然后再通过回购母公司资产达到整体上市的目的，这是规矩的做法。不规矩的做法就是索性侵占上市公司的资产，反正集团公司和上市公司不管几块牌子，人马实际上就是一套。

这些东西和美国人是讲不清楚的，就和练气功的人决不能把命门亮给别人看一样，这是我们的软肋。

3. “股转债”或许是偏方

中医和西医最大的区别是什么?

是药理。

中医和西医最说不清楚的地方又是什么?

也是药理。

偏方就是属于中医中最说不清楚药理的处方，不但说不清楚药理，有时候甚至连疗效都说不清楚，有点歪打正着的味道。

眼下热门的“以股抵债”就是类似的偏方，解决股权分置的偏方。

什么叫“以股抵债”?简单地说就是以大股东的股权抵偿大股东对上市公司的欠款，通过公司回购股权的形式注销部分股权。之所以这么做，当然是没有办法的办法。

按照中国证监会提供的上市公司2003年年度报告统计，控股股东及其关联方通过非经营性方式侵占的上市公司资金余款大约为577亿。而民间的数据则表明，大约有600家上市公司，也就是将近一半的上市公司大股东存在不同程度占用资金的情况，占用的资金规模近1000亿元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上市公司的大股东占用上市公司的资金且明目张胆不以为然固然有中国特色，但是原因和缘由也是错综复杂的。有的是恶意侵吞，有的是反哺母体，有的是关联交易，有的是社会义务，不管是什么情况，结果就是一个，要钱没有，要命有一条。

三九医药控股股东占用上市公司资金达28.52亿元，创始人赵新先被水皮斥为不受尊敬的企业家，这位信誓旦旦定下还款计划的董事长直到退休也没有兑现诺言。有人替三九医药算账，三九集团持有的股权一共为7.1亿股，每股净资产按2.99元计算，28.52亿元的欠款要折合成9.538亿股才够抵消。

莲花味精控股股东莲花集团占用上市公司的资金9.49亿元，莲花味精目前每股净资产才2.15元，9.49亿元据此折股可达4.4亿股，莲花集团一共才持有5.2亿股，两相抵消，手中只剩8000万股，虽然还是大股东，但是控股权随时可能会丧失。

电广传媒大股东欠上市公司资金5.39亿元，"以股抵债"确定的价格大体和每股净资产7.12元相当，抵债股份为7540万股，湖南广播电视产业中心一共持有电广传媒1.69亿股，减去抵债的还剩9360万股，还是第一大股东。也正因此，此番"股抵债"的新闻没有来自三九，也没有来自莲花，而是出自电广传媒。

其实，"股抵债"并不是什么新闻。早在2002年10月，中国证监会就已拟定《上市公司股份回购管理办法》作为解决大股东占用上市公司资金的办法之一，但是直到两年后才有人尝试吃这第一只螃蟹。

电广传媒的"瘦身减肥"计划的出发点是还债，但最直接的后果却是减少7540万股不能流通的国有股，这让不少市场敏感人士神经为之一振，这难道不是解决国有股一股独大，解决股权分置的一个途径吗？如果靠这种方式让国有股自动消失，那么哪里还存在非流通股进入流通的问题呢？全流通岂不就杞人忧天了吗？

有没有道理？

有道理。

股权分置是中国股市的特色，60%以上的上市公司股权不能流通，流通市值仅为全部市值的1/3，刚刚超过10000亿人民币。长期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以来市场一直视全流通为洪水猛兽，视国有股减持为重大利空，因为不管是全流通也好，国有股减持也好，最终的表现都是市场供求平衡被打破，都是巨大的市场扩容，都需要增量资金的吸纳，这是不以人的意志为转移的，更不是几个书呆子拍胸脯能化解的，这根本就不是什么要“让利于民”还是“与民争利”的问题，更不存在什么想当然的双赢的问题，而是覆巢之下没有完卵的问题，最终就是想流通流不动，想减持没人要，两败俱伤、玉石俱焚，推倒重来。

这是做加法的必然后果。

“股抵债”的意义在于它给我们带来的是做减法的思路。按照这个思路也许不能完全解决全流通的问题，但是减少了国有股，减少了非流通股，减少了流通股市场的压力，为将来解决全流通创造了良好的条件。按照这种想法，上市公司的1000亿欠债可以冲抵1000亿未来的流通市值，而这1000亿占现有流通市值的10%！

这难道不是一种思路吗？

刘纪鹏先生的助手给水皮传来刘先生早在2001年12月10日就发表在中国证券报上的旧作，“通过股转债减持国家股”。刘纪鹏的“股转债”和“股抵债”有着惊人的相似，不同的是，“股抵债”适用于欠债公司，而“股转债”则适用于所有有国家股的公司。刘纪鹏的“股转债”包括三个环节：第一是上市公司回购不流通的国家股，使其退出上市公司；第二是上市公司发行专项企业债券，一次性偿还国家股转收入；第三是债券到期时，上市公司通过专项增发和配股，一次性偿债。刘纪鹏的方案是2001年11月国有股减持暂停之后的产物，湮灭在当时成千上万的全国征集方案之中。水皮在北京电视台的专题节目中和刘纪鹏先生有过探讨，现场有的专家认为刘案过于“曲线”，现在看来，欲速则不达并不是所有人都能理解的。

全流通在管理层的一些所谓专家脑中已经成了一个魔障，身陷其中不能自拔，已经到了一个“有条件要上，没有条件创造条件也要上”的入魔境界。你不能说他们幼稚，也不能说他们简单，更不能说他们非理性，他们往往把一片叶子研究得很透彻的同时却忘了叶子是长在树上的，而树又是长在森林里的。如果让他们在中医和西医中选择，他们更多的是选择手术刀，他们不相信草药，更不知道偏方也能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

治大病。

4. 江苏琼花凸现什么风险

江苏琼花是深圳中小企业板的"新八股"之一，也是第一个遭深交所遣责的上市公司之一，时间距离中小企业板开板不过半个月，让人感慨万千。

感慨之一，江苏琼花何以这么迅速就成了昨日黄花，何以未曾开放就成了残花败柳。

江苏琼花 2004 年 6 月 18 日招股，6 月 25 日挂牌。招股价 7.32 元，开盘当天借中小企业开张之势直摸最高价 21.85 元，收盘报收 17.86 元，此后一路下滑至 12.43 元，6 月 12 日谴责消息见报，江苏琼花以跌停 11.19 报收，这意味着这朵流通盘只有 3000 万的小花根本就没有给二级市场带来一点机会。

感慨之二，深交所谴责的及时，但是再及时也是事后的谴责，如果事前的审查能够到位，江苏琼花岂不就不劳交易所费神指责？难道深圳中小企业板"缺八"就开不了板？

据深交所查实，江苏琼花早在 2002 年 7 月和 2003 年 4 月曾分别将 1500 万元和 1000 万元资金委托德恒证券和恒信证券理财，而德恒和恒信是已经崩盘的德隆系的控股券商，委托理财面临无法收回的局面。6 月 18 日，江苏琼花招股，6 月 17 日才将这两笔委托理财权益转交扬州德龙化工有限公司，后者也只是出具替代券商偿付的承诺函。所有这些，江苏琼花在招股说明表中只字未提，事实上构成了对投资者的欺诈发行。

感慨之三，发审委和保荐制遭受到了双重考验。江苏琼花的委托理财显然发生在发审会之前，发审委的委员们对此有没有责任，如果有，又是什么责任，我们现在马上就可以查到这些委员的组成，但是他们如何负责我们并不清楚，我们需要证监会对此作出回应。江苏琼花委托理财并没有错，委托理财委托给了德隆系也不是什么错，错就错在隐瞒真相，而要隐瞒真相就躲不过承销商的配合，江苏琼花的主

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

承销商是闽发证券。无独有偶，闽发证券本身就是一个问题券商，问题券商承销问题公司是可以理解的，否则就不会有问题。深交所在谴责江苏琼花的同时对保荐机构的诚信和履行持续保荐职责的能力表示强烈关注，实际上就是在谴责闽发证券负有连带责任。闽发证券是否会因此而失去保荐资格，我们也需要证监会对此作出回应。

感慨之四，中小企业板开板伊始就遭遇琼花事件，这究竟是江苏琼花的个股行为还是中小企业板的质地使然？我们大家都知道，企业越小，风险越大。美国的数据也表明绝大多数的中小企业寿命不会超过 5 年，超过 10 年寿数的不足 15%，中国的比例或许会高一点。大家都说中小企业融资难，主要是指间接从银行融资难，银行为什么不愿意向中小企业放贷，问题在于中小企业的经营风险大。中小企业板据说有解决中小企业融资难的使命，这个板有没有承受这项使命的能力要打大问号。创业板是风险板，中小企业板也是风险板，不但有经营上的风险，而且还有道德上的风险。

感慨之五，中国股市由此雪上加霜，增添了系统风险。2004 年 7 月 12 日，上证指数暴跌 33.51 点，再次跌破 1400 点报收 1397 点，跌停的除了江苏琼花之外，其他 10 家都是所谓的创投概念，中小企业板的个股都名列跌幅前茅，沪深两市好不容易形成的反弹夭折。事实冷酷地证明，所谓的中小企业成为拖动大盘价值中枢下移的罪魁祸首，中国股市老问题没解决，又增添了新问题。

有一个悬念始终困扰着水皮，江苏琼花为什么要上市？是因为需要资金吗？表面看的确如此，新股发行圈到近 2 亿的现金，但是琼花真的缺钱吗？如果真的缺钱，那么又为什么要把 2500 万元人民币放出去委托理财，而且一放就是一年以上，这说明，江苏琼花的资金是有闲置的，一方面有大量资本闲置，一方面又跑到资本市场融资，这个市场在江苏琼花的老板眼中是个什么样的市场？要么是一个不圈白不圈、圈了不白圈的市场，一个没有任何融资成本的市场；要么就是一个根本就是没有想到过回报的市场。琼花是这样，中小企业板的上市公司中又有多少是这样？沪深主板中又有多少上市公司是这样？高速扩容一直为市场所攻击，管理层也似乎有难言之隐，如果高速扩容扩的就是江苏琼花这类的公司，是可忍，孰不可忍？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

水皮决不是幸灾乐祸，他一直担心中小企业板成为垃圾板，一直担心中小企业板成为腐败板，一直担心中小企业板成为中国股市的祸害，江苏琼花不幸被言中。

江苏琼花凸现的是整个市场的风险，更确切地讲是道德风险。

5. 宏智科技何以成为“双头鹰”

《变脸》是好莱坞的大片。尼古拉斯·凯奇扮演的正义化身为卧底而借用了恶棍约翰·屈伏塔的那张脸，但是没有想到冰冻的约翰·屈伏塔会从梦中醒来并将错就错借用了尼古拉斯·凯奇的这张脸，于是戴着彼此面具的正义和邪恶就此展开了你死我活的争斗。

4 月 30 日，中国的投资者惊讶地从他们手中的报纸上发现，同样是宏智科技的年报竟然出现了两份，中国证券报是这样，上海证券报也是这样。虽然说是两份年报，但是年报的数字出入并不大，主营业务的收入都是 2 亿左右，利润总额是亏损 9268 万，净利润一个是亏损 9268 万，一个是亏损 9223 万，会计师事务所是同一家，出具都是“无法发表意见”的意见。

宏智科技双头董事会终于把戏演到了极致。终于进入了你中有我，我中有你的无间道境界，中国版的“变脸”开始走向高潮。

这时，距离宏智科技上市不过才一年多一点。

这样的格局是怎么造成的？

宏智科技是个只有 11000 万股规模的小盘科技股。2002 年 7 月发行 4000 万股公众股之后才在上交所上市，第一大股东和第二大股东都是自然人，第三大股东和第四大股东才是法人股东，矛盾的冲突就是在第一大股东王栋和第四大股东泉州闽发物业之间展开的。

2003 年 6 月 6 日，作为战略投资者进入的泉州闽发物业和王栋以及第三大股东签订了合作框架协议，协议将第一大股东和第三大股东的股权转让给第四大股东。就在协议签订之后的 2003 年 6 月 25 日，第一大股东王栋主持召开股东大会，根据王栋的建议，产生第二届以黄曼民为董事长的董事会，包括王栋在内的宏智科技元老全部离开董

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事会。

本来这是一个创业者和管理层接力发展的理想模式，但是谁都没有想到会演变成一场权力争斗。

1. 2003 年 5 月 29 日公司存放于光大银行福田支行的募集资金存款 7000 万元被汇入福建昆仑科技有限公司的账户；

2. 公司投资于海通证券北京中关村营业部 106778 账户内的募集资金 3417 万元人民币丢失；

3. 以募集资金预付北京新宇计算机系统公司代理进出口设备款 8945 万元，到货设备仅 6098 万元，未附有上述进口设备的商检证明，余额至今仍未有相应设备到货；

4. 2003 年 6 月 30 日公司‘存货’项下的‘工程施工’余款为 4272 万元，由于会计师事务所认为公司生产经营处于非正常状况，一些已提供劳务预计全部或部分得不到补偿，期末公司将人工费用的会计科目‘工程施工’中的余额全部确认为当期成本，直接导致期末净利润减少 42728524.95 元。”

这四项报告是黄曼民为董事长的宏智科技董事会年报中的重要提示，从中基本上可以看出这个董事会和前任董事会的冲突。年报中用的语言是比较中性和谨慎的，没有义气用事，没有指责和抨击，但是在陆续披露的过程中，新闻媒体的报道就要激烈得多，指控也要骇人听闻得多。以水皮的经验，王栋之所以会出让控制权并非一种无知的表现，黄曼民之所以愿意接受股权转让也不是一种天真的流露，王栋们和黄曼民们做的是一桩交易，只不过交易的细节不足为外人道、不宜为外人道而已，因此在这起冲突中根本就不存在什么受害者和无辜者，有的只是后悔者和失信者。

股东之间有冲突是正常，没有冲突却是不正常。在大事大非面前，大股东们能保持超越道德层面的一致，要么是合谋，要么是受骗，或者两者兼而有之，在合谋中上当，在上当中觉醒，在觉醒中分裂，在分裂中对抗，在对抗中毁灭。宏智科技的冲突本质上就是这种逻辑发展的产物。于是我们在 2004 年 1 月 11 日目睹了中国股市有史以来的怪现象，以王栋为首的大股东和现任董事长的黄曼民同时在福州美伦华美广场大饭店召开针锋相对的股东大会，一个在 3 层，一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在4层。王栋的股东大会选出新的董事会，黄曼民的股东大会否决了王栋的决议。更令人大跌眼镜的是，2月4日，上海证交所宣布因宏智科技的公司治理结构问题而对上市公司实行特别处理，同时上市公司宣布经监管部门同意，两个董事会同时以“宏智科技股份有限公司董事会”的名义发布2004年第一次股东大会决议，并非偶然的是，就在这一天，王栋的董事会强行进驻公司，赶走另一个“合法”董事会成员，开除了董事长黄曼民。“有了初一，就有十五”，正是双头董事会同时并存的闹剧导致了两份年报的问世。

有人说，造成这样的局面是因为法律有不明确的地方。比如，持股超过10%的大股东有权提议召开临时股东大会，但是要由董事长主持的董事会决议，那么如果董事长不作为怎么办？大股东能不能自行召开临时股东大会？如果不能，那么法律规定的权力又从何保障？如果能，那么决议有没有法律效应？具体到宏智科技案中，大股东王栋一个人持有18.03%的股份远远超过泉州闽发物业5.21%的股份，王栋的号召力显然要远远大于黄曼民的号召力。或许正是基于这种判断，因此王栋的董事会才能把黄曼民们扫地出门，才有魄力把黄曼民告上法庭，要求法院承认自己的合法地位。

问题是法律真的有如此大的弹性灰色空间吗？真的会导致两个董事会的合法并存吗？如果回答是肯定的话，那么这样的法律还具有执行的意义吗？

股份公司之所以要界定股份，其实就是为了在法律上提供明确的说法，51%对49%就有一个控制与被控制的关系。不同股东之间必然有不同的利益冲突，谁听谁的，谁的股份多就听谁的，这就是资本的意志。令人震惊的是，这种资本的意志在宏智科技身上失灵了。数字表示出席王栋股东大会的股东有51人，代表2466万股，占总股本的22.42%，出席黄曼民股东大会的有5人，代表4071.46万股，占总股本的37.01%，从两者的百分比看，都没有达到50%以上，谁也不能理直气壮地宣称，自己代表了最大股东的利益，王栋的代表人数多一点，但是黄曼民们代表的股权多一点。

有没有办法解决？有。

民生证券的冲突就是这样解决的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以泛海系为代表的大股东们和以原董事长席春迎为代表的原管理层的冲突也曾经成为财经媒体关注的焦点，也一样和宏智科技出现了双头执政，一样演出强行接管的全武行，最终不就是在监管当局的监控下重新完成所有程序推举合法的董事会的吗？难道宏智科技的问题不能照方抓药吗？监管当局不能出面监控一次统一的特别股东大会推举合法董事会吗？

这究竟是不能为还是不作为？

6. 董事长不是“大熊猫”

大熊猫是中国的国宝，大熊猫的憨态乃至懒散在大家眼中都是一种可爱至极的姿态，大熊猫之所以能成为中国的国宝是因为只有中国才具有世界上这种濒危的野生动物，大熊猫是一种极具观赏价值的珍稀动物。

董事长是什么呢？

在一般人的心中，董事长就是公司权力的象征，股权的代表，具有说一不二的至高无上的地位，是一言九鼎的人物，说话算话的人物。有他没他都一样的是独立董事，不是董事长，所以很少会有人把董事长比作花瓶，当作摆设，真有人这么做了，那么离吃苦头的日子也就不会远了。

2003 年 10 月 14 日，大连的永盛投资公司单方面宣布托管上市公司长兴实业第一大股东长兴开建所托人的 1744.4 万股公司法人股，并于次日向深交所递交了《大连长兴实业股份有限公司股东持股变动报告书》，声称根据与长兴开建的股权托管合同，在 2006 年 6 月 30 日之前托管期内，永盛投资将代表长兴开建行使其作为长兴实业股东除股权处置与分红之外的所有权利。10 月 14 日，长兴实业和长兴开建发布澄清公告，公告声称，和永盛投资签订股权托管合同的是“长兴开建法人代表王光明的个人行为”，“关于长兴开建与永盛投资的公告，我公司不知情，且未经我公司同意直接刊发，违反了上市公司公告的相关规定”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大连永盛和长兴实业及长兴开建的两则公告拉开了中国证券市场极为少见的股权托管纠纷，直接导致11月7日在深圳中国证券登记公司深圳分公司发生的所谓强抱托管文件的暴力事件，直接催生了11月26日中央电视台“中国证券”节目中有关事件的专题节目。

略有常识的投资者都知道，股权托管一般是公司重组的前期行为，这种托管有利于新的投资者对公司内部进行尽责调查，也有利规避投资风险，在托管期间，公司还可以通过反托管提升业绩，可以起到“磨刀不误砍柴工”的作用。托管方与被托管方，往往是买卖双方，买卖不在仁义在，即使合作不成，断不至于形同仇敌。长兴实业的股权托管如何闹到“出师未捷身先死”的地步呢，问题就在于长兴开建的法人代表王光明。

2003年10月15日，王光明向深交所证监会大连特派办，上市公司董事会传真了一份《声明》，王光明在这份声明中称“由于近几年长兴开建以及长兴实业的实际控制人过度使用长兴开建及长兴实业的信用，通过上市公司股权质押及其他关联交易，大规模为自己的项目融资，致使长兴开建及长兴实业的经营状况不断恶化，债务数额巨大，长兴实业的对外担保已高达2.64亿元，上述担保绝大部分没有公告，……长兴开建与长兴实业均已陷于资产枯竭，无法正常经营的境地……大连永盛投资公司同意代替长兴实业偿还部分银行债务……”因此才出现了这份托管协议。王光明不仅担任长兴开建的法人代表、董事长，而且还在2001年底之前，担任过上市公司的法人代表和董事长，王光明在长兴实业董事会中的董事职务在11月28日长兴实业的股东大会之上才被撤消。

长兴实业的总股本只有6673万股，流通股本只有2920万股，属于典型的迷你股，长期被当作“壳资源”炒作，最高时期曾被炒至32元附近，在股权托管纠纷公开之时连续四次跌停，股价只有7元左右，大连永盛作为投资机构在二级市场数次进出该股是大家都知道的“秘密”。根据王光明所指长兴实业的担保金额是2.64亿元，直接贷款是2亿元，而长兴实业同期的净资产只有2.3亿元，大批的银行贷款已经到期或即将到期，并被相关银行起诉，资产和账户均被冻结和查封，其中就有以长兴开建持有的1744.43万股为质押担保的2000万

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中信银行借款中尚未归还的268万元，王光明和大连永盛签的托管协议理由就是为了避免大连法院拍卖所质押的股权。而王光明所指的实际控制人则是他的老同学柳玉滨，长兴实业第一大股东长兴开建持有的股份为26.14%，第二大股东长兴食品持有的股份为18.14%，第一大股和第二大股东表面上看都是长兴本地企业，而实质上出资人都是柳玉滨控制的深圳公司，第一大股东的法人代表由王光明担任，第二大股东长兴食品注册资本只有100万元，公司有股东三人但在公司章程中却规定由不是股东的柳玉滨担任惟一执行董事和法人代表。说白了第一大股东和第二大股东是一个人，所以长兴实业的股东大会历来就是两个人的股东大会，而之所以分成两个人则是因为两个人的股份加起来实际达到了44.28%，超过了当初收购时30%要约收购的底线。

王光明究竟为什么和柳玉滨反目，王光明为什么和大连永盛签约，大连永盛的真实目的是不是如柳玉滨指责的配合庄家操纵股价，这就是故事里的事了，说他是，他就是，不是也是；说他不是，他就不是，是也不是。

什么是法人代表？法人代表就是公司在法律意义上的责任人，公司如果违犯，那么坐牢杀头的就是法人。王光明声称正是意识到这一点所以才和幕后操纵的老同学翻脸，为的是洗刷自己，而在王光明辞去上市公司董事长法人代表之后的短短两年中，长兴实业又频频更换了三任董事长，柳玉滨至今还躲在股东们的视线之外。

有人把长兴实业式的董事长称作股市里的“大熊猫”，只具观赏价值而没有实际作用。事实却并非如此，并非每一个董事长都心甘情愿当“大熊猫”，或者即使被人当作“大熊猫”，偶然也有恼羞成怒的时候，做出一些出人意料的“凶狠”动作，让人大吃一惊。

大熊猫怎么啦，是动物就有野性。

柳玉滨如今吃的正是大熊猫的苦头。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7. 周正毅让人浮想联翩

周正毅现年 42 岁，家族拥有的资产达 25.8 亿元，在福布斯的中国富豪排行榜上名列第 11 位，号称上海首富。

号称上海首富的周正毅现在拥有的是香港身份证，但是这并不影响人们把他当成新一代上海人中财富积累的成功者。事实上，既没有贵族血统的遗产，也没有显赫官宦的背景，周正毅和绝大多数中国富翁一样，发家的过程也算得上是血泪拼搏的过程，比如倒大闸蟹，倒外汇，最后才靠倒腾内部职工股和烂尾楼完成了原始积累。

但是，最近这位拥有香港身份的上海首富却成为港台媒体关注的焦点，而起因却是因为别人的联想。早在 5 月 21 日中银香港召开的新闻发布会上，人们就注意到原总裁刘金宝在一周前被不同寻常地召回北京，在随即宣布的人事变动中，刘金宝被免去在港的所有职务，仅保留象征性的中国银行副董事长身份，与此同时出现的消息就是周正毅被要求协助有关方面调查私人贷款的情况。

刘金宝的职务变迁和周正毅究竟有没有关系，又有什么关系呢？

刘金宝原任中银香港的董事长，赴港之前是中国银行上海分行的总经理，曾经当选“上海十大杰出青年”，据传刘金宝聪明过人，在担任中国银行外汇交易员期间曾经为国家赚过大量外汇。刘金宝曾经在上海金融界红极一时，周正毅靠收购上海烂尾楼发家致富；刘金宝调任中银香港权倾一时，周正毅收购香港旗舰公司的 15 亿元过桥贷款就来自于中银香港；刘金宝的升迁之途和周正毅的发财线路有惊人的巧合之处，而且在建联通收购案中完成了致命的交叉，最终形成了现在“剪不断，理还乱”的问题贷款。

6 月 1 日香港廉政公署开始大规模搜捕行动，周正毅的上海地产和上海商贸两家上市公司被抄，包括周妻毛玉萍在内的 20 余人被拘捕。6 月 3 日，上海市政府首次亮相的新闻发布人焦扬则公开证实周正毅的“待遇”不是什么被邀协查，而是监视居住，换句话讲，“联想”变成了现实。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当“联想”变成现实的时候，人们发现，早在3个星期前，也就是5月中旬，香港廉政公署就接到涉案行信贷部中层主管人员的投诉，对象就是周正毅旗下公司，而廉署调查的结果是“事态严重”，严重到应内地要求，由执行处处长直接统筹的地步。不早不晚，刘金宝就在22日被紧急召回北京。表面上看，似乎刘金宝的变化让人联想到了周正毅，实际上，刘金宝恐怕只是周正毅案让人联想到的第一人。

周正毅是在上海发的家，周正毅用于银行抵押贷款并急于通过上市公司收购套现的烂尾楼在上海，周正毅目前焦头烂额纠纷不断的涉及1万余户拆迁的旧城改造项目也在上海，而且不是在上海的郊区，就在市中心的静安区，1000多万上海人每天都看得见，摸得着。可以想像的是，如果周正毅犯案，那么能够让人联想的就决不可能只有银行一个方面，而且香港方面的信息已经提出了类似的指控，并且开始有些不着边际的乱联系，乱猜想。

周正毅的确让人浮想联翩。

浮想之一是财富的数量。入选福布斯榜的周正毅身家25亿仅名列第十一位，可见周正毅远算不上大款俱乐部中的大哥大。即便如此，还是有人要问，这25亿，周正毅又是如何积累而来的，其中有多少套的是银行的贷款？

浮想之二是财富的品质。马克思说资本的原始积累每一个毛孔中都滴着血，现在看来，并不完全如此，周正毅们的资本积累中每一个毛孔滴的可能更多的是酒，是别墅，是豪车，是美女，是其他人见人爱的东西。

浮想之三是财富的颜色。和周正毅一样，入围福布斯榜的富人们有1/3出身房地产，这是一个在中国增长最凶猛的产业，也是管理最混乱的一个产业，暗箱操作也好，权钱交易也好，强取豪夺也好，恶意欺诈也好，有几个人敢把自己的财富摆到阳光下让人评判？

当然最让人浮想的就是周正毅会毁掉多少干部，毁掉多大的干部？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

IPO是谁的快乐

1. “苏泊尔现象”是什么现象

苏泊尔是国内著名的压力锅品牌，苏泊尔人做梦也想不到的是，伴随着8月17日新股发行，苏泊尔会成为中国股市的专用名词，这个名词就是“苏泊尔现象”。

“苏泊尔现象”不是什么好现象。

苏泊尔的发行价是12.21元，开盘价居然不多不少正好是12.21元，此后便是一路下行，到了11.20元。这意味着苏泊尔没有给任何中签者以机会，3万中签者全部在瞬间由幸福的中奖者变成了不幸的中箭者。

新股跌破发行价其实不是什么新闻，苏泊尔既不是第一个，也不是最后一个。

1994年4月26日，000569川投长钢上市，发行价4.00元整，最低价见3.55元，同在1994年的7月1日，000570苏常柴上市，发行价是3.90元，最低价是3.50元，1994年的4月，上证指数在700多点，1994年的7月29日，上证指数是333.91点，此后便引发了三大救市政策出台，上证指数井喷至1033点。

1996年初，也有两次新股上市跌破发行价，时间都在1月份。1996年1月19日是紫光古汉（000590）的前身古汉集团的上市日，发行价是6.00元，当天见到5.49元，10天以后是杉杉股份（600884）上市，发行价10.88元，最低价却见到10.40元。从K线图上就可以看出，1996年的1月，沪深两市处在中国股市第一波跨年度大牛市的行情底部，上证指数在500多点，年底见到1258点，深证指数在924

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

点，后来走出翻倍的行情。

进入 2004 年，6 月 29 日，也就是在深圳电子企业板开板 4 天之后，在上交所主板挂牌的济南钢铁跌破 6.36 元的发行价，最低见到了 5.90 元，和当时中小企业板开板暴涨的新股形成了水火两重天。不过，当时水皮在接受信报记者采访的时候已经表示，中小企业板的新股跌破发行价不但是可能的，而且是指日可待的，话音未落，中小企业板暴跌，苏泊尔成为现象实属必然。

水皮为什么作如此肯定的判断呢？

理由之一，环球同此炎热。不管是上交所也好深交所也好，不管是主板也好，二板也好，中国股市的大环境是一样的。主板的股票跌破发行价，中小企业板同样不可幸免，因为这是大环境决定的，决不像某些傻冒基金经理自我宽慰的小概率个案，而是一种现象，既然是现象就带有普遍性。事实上，在 2004 年已经发行的新股中，包括中小企业板在内的 90 多家中，已经有 26 家在上市之后跌破发行价，比率高达 29%。

理由之二，中小企业板是个垃圾板。尽管管理层对运行了三个月的中小企业板作了运作正常的评价，尽管尚福林肯定了设立中小企业板是分步推进创业板市场的正确决策，尽管深交所恪守违规必究的原则，但是实际上，中小企业板的性质就已经决定了这是一个道德和投机风险都极大的市场。江苏琼花涉嫌欺诈上市，德豪润达涉嫌业绩虚假。而从已经上市的公司质地看，和高新技术能扯上边的凤毛麟角，成长性更是水中月可望不可及，这一方面加强了监管的难度，一方面对不明就里的投资者对中小企业板的信心是一种摧毁性的打击。

理由之三，市盈率定价不合理。如何看市盈率一直充满争议，从动态的角度看，市盈率越高，表明成长性越好，从静态角度看，市盈率越低，安全系数越大。新股定价以什么为基准呢？理论上讲，新股定价应该由市场价为基准，以同行业公司为参照，对比这个要求就可以看出中小企业板的 20 倍市盈率是个不可能为市场所接受的基准价。这样就出现一个问题，管理层是以什么理由确定 20 倍市盈率的呢？一方面主板常规的市盈率确定价是 16 倍左右，另一方面，目前的市场市盈率 10 倍的公司都随处可见，难道管理层真的被自己批准的中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小企业板搞到了假作真时真亦假的地步，自己骗倒了自己？这是其一。新股市盈率定价实际上还有一个巨大的陷阱，那就是以发行前计算的市盈率和发行摊薄后实际的市盈率不是一回事。以苏泊尔为例，2003 年苏泊尔的非经常性损益高达 3248 万元，占同期利润的 42.48%，如果把这笔补贴收入剔除的话，仍按相同的市盈率定价，价格最多只有 8.42 元，如果剔除后价格不变，那么市盈率就突破了 30 倍。这是为什么 1～5 月在报表上苏泊尔业绩增长了 24%，但是利润只有可怜的 0.13 元的原因。要知道，2003 年苏泊尔的业绩是每股 0.75 元。这个陷阱不是别人挖的，恰恰是苏泊尔的承销商挖的，就是这个承销商在上市日首先抛出了手中的包销股份，率先砸破了自己确定的价格。为什么？因为券商知道这个业绩有水分，这个股价站不住。心底发虚到什么程度？发虚到连开盘价都不敢做的地步，而是让苏泊尔自生自灭、自由落体，摊上这样不负责任的券商是苏泊尔的悲哀，也是整个市场的悲哀，而这个券商居然大言不惭说如果和大族激光同时上市苏泊尔价格就不高，真是让人哭笑不得。

当然，苏泊尔的命运并不是最惨的。

苏泊尔之后是宜华木业。8 月 24 日，6700 万股宜华木业登陆上交所。开盘 6.68 元，收盘 6.33 元，截至水皮完稿之时股价是 6.00 元整。和苏泊尔一样，宜华木业的发行价就是 6.68 元，和苏泊尔不一样的是宜华木业的中签者比苏泊尔整整多出一倍。两天后的 8 月 26 日，中小企业板的美欣达上市，这一天对于 2 万多中签者来说可能是最黑暗的一天，美欣达发行价为 12 元，开盘价却为 11.58 元，收盘大跌 9%，收报 10.92 元。美欣达是浙江的一家纺织印染企业，2003 年的业绩高达每股 0.67 元。坦率地讲，这一个非比寻常的业绩，如果属实，那么股价对于只有 2000 多万的小盘股而言绝对偏低。

新股跌破发行价，对于中国这么一个计划控制的资本市场而言就意味着发行失败，确切地讲是发行政策失败。这种失败与发行方式实际上没有多大的关系，配售是这样，恢复现金申购也是这样。改变发行方式的所谓创新无非是病急乱投医的表现。想当年，新股发行还尝试过竞价的方式，一级市场和二级市场直接接轨，结果是一样的。因为发行方式仅仅是种表现形式，根本的原因还在于供求失衡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国股市历史上一共有九次新股跌破发行价，2004 年 6 月至今就占了四次，这难道还不能让管理层警醒吗？历史上新股跌破发行价之后的市场突变都证明这种现象是黎明前的黑暗，投资者更没有必要自己吓自己！

2. 南都置业“识”什么时务

老话讲，“识时务为俊杰”，老话没有说什么算时务，因此，南都置业撤回 IPO 申请之后，说什么的都有。

说法之一是因为目前市场低迷，交易清淡，股票发行价格上不去，影响 IPO 的融资额。这种说法不能说没有道理，从指数上看，上证指数跌破 1500 点之后就一路往前期低点狂奔，两次探到 1380 点以下，不但大量的股票跌破了指数在 1307 时的价格，就是刚上市的济南钢铁也在挂牌之日就跌破发行价，令人不寒而栗，南都置业显然不想步济南钢铁的后尘丢人现眼。

说法之二是因为江苏琼花事件产生的威慑作用。江苏琼花在招股书中的虚假陈述不仅遭致深交所谴责，而且被证监会立案调查，同时还面临着被投资者起诉的巨大风险。深交所兑现中小企业“违规必究”的承诺让一大批中小企业的侥幸心理受到极大的打击，因此撤回 IPO 申请自查，否则如果被媒体揪住了小辫子就得不偿失了。

说法之三是因为证监会调控 IPO 的速度和强化发审委的监督。新股发行如何调控一直是管理层头痛的事，实际情况往往是 IPO 的高潮期也是股指的低迷期，而且股指越低迷，IPO 的过会速度越快。资料显示，今年上半年，发审委召开了 41 次发审会，而去年全年也才 52 次，审核的上会企业更是多达 126 家。从节奏看，1 月份 5 家，2 月份 9 家，3 月份上升到 27 家，4 月份增至 28 家，5 月份只有 20 个工作日但也有 19 家，6 月份则达到了 38 家。有投资者纳闷，6 月 22 日和 23 日两天，发审委连开四场发审会，审核 12 家上市公司募集资金申请，7 月 7 日和 8 日又连续审核另外 12 家公司申请，这么大的劳动强度，发审委如何应付得下来？以上市公司的申请材料每家至少 10

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

万字计算，一天 6 家就是 60 万字，抵得上两部长篇小说，一般根本读不下来，更何况是充满了数字的枯燥的报告，这样的审核能审核出什么结果来？发审委员又如何能保证不会一时糊涂败坏发审委的名声祸害市场？这一次包括南都置业在内的 5 家企业撤回 IPO 申请可能就是管理层的安排。

6 月 25 日到本周末，中小企业板开板即将“满月”。从新八股到今天，已经过会的中小企业股 29 家，挂牌也达到了 21 家。无论从造势还是从结构上讲，中小企业板都走完了第一阶段，第二阶段怎么走，是不是会按社会的猜测那样降低标准、滥竽充数，上上下下都比较关注，尽管深交所一再重申要强化中小企业板的监管，但是这种重申毕竟是软约束，IPO 的门槛才是硬约束。

从市场的表现看，中小企业板虽然在水皮的预料之中，但是毕竟令太多的人大失所望。中小企业板的指数跌去了 30%多，新八股的平均跌幅更是接近 40%。新八股上市当日平均升幅达到 129%，平均换手率 69%，第二批 IPO 上市时平均升幅为 87%，平均换手率为 64.55%。至 7 月 13 日上市的 3 只新股，平均升幅只有 40%，平均换手率只有 55%，最大升幅的东信和平只有 56.28%，最小升幅的鑫富股份仅涨 32%，而同日在上海主板上市的新股，升幅却超过 61%。这说明什么？这说明市场对中小企业板的热情在下降，中小企业板对投资者的吸引力在下降。主板上市公司的表现说明了一个最浅显的道理，不怕不识货，就怕货比货。至少从目前已经上市的中小企业板公司来看，成长性乏善可陈，不是一些老年小企业，就是一些为了上创业板而组建的所谓新企业，只有道德高风险，没有投资的高收益。

琼花是中小企业板第二股，第一股情况也不怎么样，新和成是新昌县里的化工厂，当地的污染大户，刚上市举报电话就飞进了媒体。第七股的兰花制药，第二大股东居然在居民区办公，而且主营业务神秘不知是做什么的。

有人说，南都置业的老板是那种聪明的老板，既然 IPO 能为自己的净资产带来那么大的增益，那么就必须用好用足了难得的机会。谁都知道一个低迷的市场和一个高亢的市场在融资额上有着巨大的差异，除非等着“解贫脱困”，否则，南都绝不会没有条件创造条件也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要上的盲目冲动，和属于自己的财富过不去。这是以自然人为控股股东的中小企业板上市公司与国有企业控股的上市公司在融资行为上的重大区别，水皮不知道该如何评价这种新变化，更不知道这种可能源自企业自发的撤消行为到底是利好还是利空。水皮只是企盼，什么时候，我们的管理层在把握 IPO 的节奏上也能如此的敏感，如此的果断，如此的识时务。

大山要生孩子了，天崩地裂，日月无光，房倒屋塌，百姓遭殃。孩子生出来了，人们才发现就是一只小耗子。据说这个寓言在股民中很流行，因为在大家的心目中，中小企业板就是那只小耗子。

3. 长江电力为什么逆势而上

"源源不断的长江水就像长江电力的印钞机，如果 26 台发电机组同时运转的话，每秒钟给我们印出的是 800 元钱……"这诗一般的语言出自长江电力 A 股副总之口，诗一般的语言为这个即将发行的巨无霸路演增添了迷人的色彩。

令人可惜的是，股市不相信诗人，更不欣赏诗朗诵。长江电力 10 月 29 日路演，沪深股市 10 月 30 日暴跌，因为道理很简单，再美的诗歌，再动人的朗诵，最后都要大家买单，而这张账单的金额高达 100 亿元人民币，谁见了都害怕。

谁见了都害怕的巨无霸为什么还要在这个时候上市呢？难道管理层没有看到持续下跌的市场屡创新低的局面吗？管理层当然看到了这种局面，而且作出了反应，长江电力原定 9 月 10 日刊登招股书未能如愿就是因为没有及时拿到证监会的批文，不管怎么说，长江电力被推迟一个半月发行本身已经说明，证监会努力过了，成功与否不是这个部门单方面能够决定的。

这就是中国股市的现实。

这就是目前中国股市面临的主要矛盾，扩大直接融资比例和大盘股发行艰难的矛盾。

长江电力股份有限公司是由国家主管部门批准，由三峡总公司作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为主发起人，以葛洲坝电力经剥离的净资产作为出资，联合中国石油天然气集团、华能国际电力股份有限公司、中国核工业集团、中国葛洲坝水利水电工程集团有限公司、长江水利委员会长江堪测规划设计研究院组建的，6 家企业分别持有股份总额的 89.5%、3%、3%、3%、1%和 0.5%，2002 年 9 月 30 日宣布成立。此次招股计划发行 23.26 亿 A 股，每股价格 4.3 元，募集资金额超过 100 亿元，未来 10 年计划集资 400 亿元，全部用于收购 26 台发电机组，因此这次的招股尽管数额已经令人吃惊，但是只够收购 4 台机组，还有 22 台所谓的印钞机有待再融资收购，也就是说，长江电力 A 股发行只是万里长征迈出的第一步，今后的路还长，诗朗诵想不听也不成。

一个月前证监会发布“进一步规范股票首次发行上市有关工作的通知”，水皮在专栏中发表了“IPO 新政为什么无人喝彩”的杂谈，举例说明的就是长江电力。

谁也不能说，IPO 新政不是一个好东西，但是谁都知道，IPO 新政的折扣打得太大，其中“三个例外”就足以抵消其本身的可能带来的良好预期，正是因为这三个例外才得以让长江电力这样成立仅一年的公司就绕过了必须成立三年才能上市的规定，堂而皇之发行新股，而所谓的改制重组从股权结构上就可以看出，完全是三峡总公司一股独大，其他发起人股东只是伴郎，这就是“有条件要上，没有条件创造条件也要上”在中国股市的具体体现。

有一个细节也许是许多人不会注意的，那就是长江电力发行 A 股的消息居然上了中央电视台的“新闻联播”，而在此之前，有关股市消息一般不可能享受这种殊荣，这说明什么呢？这说明长江电力融资的分量在决策层心目中相当重，远远超越了上市公司融资的意义。

股市对于投资者是投资的场所，对于政府而言是融资的场所，是政府统筹社会资本和资源、发挥经济管理职能的场所，而上市公司，尤其是国有控股的上市公司只不过是实现这种融资统筹的工具而已。这个市场如果实现不了融资的功能，对于政府而言就不可避免的边缘化、鸡肋化。明确了这一点，我们就会知道，扩容是绝对的，不扩容是相对的，长江电力发行可以推迟一时，但是不能推迟一世。行情好的时候，长江电力的 IPO 价格可能会高一些，行情不好的时候 IPO 的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格可能会低一些。

集中全国股民的资金建设三峡工程是全国股民的荣幸而不是不幸，只要这个市场还能有融资功能，那么决策层就不会抛弃这个市场，就不会让它边缘化，就不会坐视长期低迷而不管，更不会轻易推倒这个市场，轻信这个市场可以重来。因此，长江电力的发行和中石化、中国联通一样都只可能是阵痛。水皮现在企盼的只是，决策层能早一点领悟，资本市场有自身的生理特性，有高潮也会有低潮，低潮期休养生息，是对这个市场投资者最好的保护。

毕竟中国 A 股现在的平均股价连 7 元整数都不到，毕竟一轮又一轮的下挫让投资者心灰意冷，毕竟银根紧缩让银行都面临着头寸不灵的风险，毕竟长江电力的 100 亿 A 股要从市场抽血，而现在两市的交易量尚不足 100 亿元人民币，市场又如何能够不以其他股票的下跌作为迎新的代价呢？

竭泽而渔会有什么结果？

结果之一鱼儿越打越小，最后连鱼苗都打不到。

结果之二渔民的收入越打越少，最后无法糊口。

长江电力会不会是今年打掉的最后一条大鱼？

4. 潜江制药抽了谁的嘴巴

潜江制药 2001 年 5 月上市，2003 年 6 月宣布大股东易主，时间之短、速度之快在上市公司中亦属少见，而围绕转让股权的争夺更是吸引了不少媒体的眼球，那么潜江制药究竟算是靓女先嫁呢还是丑媳妇见了公婆呢？

翻开潜江制药的历史，我们可以发现这个来自湖北潜江市的小药厂其实成色还是相当不错的。在上市前公司的总股本只有 3786 万股，上市后也只有 3500 万股的流通盘，公司主产 30 多种医用眼科药，是全国惟一的眼科用药生产基地。早在 1999 年 4 月就被科技部火炬中心评定为重点高科技企业，后来又获得了科技部和中科院高科技企业认证，是一家典型的小盘高科技股，股票上市以来，最高到达过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

36.88 元，最低达到过 11.64 元，现在维持在 11.99 元。

历史就是历史，但是历史不能替代现实。现实的情况是，以公司上市为分水岭，潜江制药却成了“王小二过年，一年不如一年”。2002 年公司的主营收入只有 9077 万元，比上年仅增加 1.9%，营业利润却由当初的 1925 万元大幅滑落成 1109 万元，降幅达到 42%，亏损已经成为未来的一种必然。潜江制药上市初期“圈到”的 3.25 亿人民币远远超出了管理层所能掌控的能力，人人求之不得的金元宝成了潜江制药老板手中的“烫山芋”：扔，不敢瞎扔；捧，不敢再捧。为了增加利润，资金到手之日公司就打出 2.2 亿元去买国债和委托理财，结果是被证监会通报批评，而潜江制药在招股说明书中承诺的 8 个项目却一个也没能投产。这种情况说明，潜江制药一方面融资量远远超过自身真实需求，另一方面又存在投资力度远远不够的问题，筹集资金的投向上有极大的水分，是一个为上市而上市的公司，为融资而融资的公司，说白了，潜江的上市是因为不上白不上，潜江的融资是因为有钱不圈白不圈。

潜江制药上市了，潜江制药就成了“壳”，这个“壳”，白白胖胖，干干净净。2002 年的年报显示，潜江制药的账上没有一分钱贷款，没有一笔贷款担保，没有任何不良投资，甚至银行的账上还趴着逾亿的现金，兼并收购潜江制药差不多就是拣一个“天大的馅饼”。当然，这个“馅饼”也不是白拣的，东盛集团收购潜江的国有股代价是 2 个亿的人民币，潜江市政府则一举多得：一是高位套现。如果没有潜江上市，如果没有潜江还趴在账上的现金白银，那么市政府从何去要这 2 个亿。二是体现政策。东盛集团是民营企业，潜江制药原是国有企业，东盛收购潜江，实现的是国退民进战略，做大做强潜江符合地方利益。

潜江是靓女又是丑媳。

靓女指的是潜江股权的价格，丑媳指的是企业真实的价值。

而丑媳之所以能以靓女论嫁，就是因为上市 IPO。这就是为什么大家削尖了脑袋也要上市的目的，这就是为什么“千军万马”攻关证监会的目的。

那么，潜江制药这么快地反复抽了谁的嘴巴？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首先，抽了发审委的嘴巴。股票要上市，必经发审委审核，发审委通过了，公司就可以发股票，发审委通不过，公司就只能发脾气。不该通过的企业通过了怎么办，会不会追究发审委的责任，发审委又能承担什么责任，是主席承担还是大家有份，水皮不清楚，估计别人也不清楚，但是有一点是清楚的，那就是发审委的威信受到了伤害，能力受到了质疑，公信力被打上了大折扣。

其次，抽了承销商尤其是贡献通道的主承销商的嘴巴。中国股票取消额度制实行核准制，核准制配套的又是通道制，承销商承销的股票出现了问题不是既往不咎、下不为例，而是扣减通道以示惩罚，承销商吃饭靠的是通道，没有通道就等于断了他的活路。

最后，抽了东盛集团的嘴巴。东盛投身资本市场，目的就是为了降低融资的成本，如果潜江没有上市，东盛又哪用得着花 2 个亿收购呢？如果东盛能够直接上市又哪用得着“曲线救国”呢？

当然，我们大家，看在眼里，痛在心里。

5. 450 亿美元等于多少人民币

450 亿美元等于多少人民币呢？

按照 2004 年 1 月 6 日的外汇牌价，450 亿美元乘以 8.27 等于 3721.5 亿人民币，但是如果考虑这 450 亿美元是从国家外汇储备中作为资本金注入中行和建行的，那么这个数字的效应再乘以 10 倍也并不为过。

早在 2003 年中期，业界就不断有中央准备 4000 亿人民币补充银行资本金的传言，补充资本金的目的就是为了让四大商业银行的资本金充足率能够达到《巴塞尔协议》规定的 8% 的要求，一方面同国际接轨参与国际金融市场的竞争，一方面也是为了维护国家金融安全。当然，更为现实的目的就是为四大商业银行的股份制改造作准备，为四大商业银行的上市作铺垫。现在这个传言部分得到了证实，450 亿美元差不多接近 4000 亿的概念，但是币种却发生了变化，为了这个变化是否合理，国家外汇管理局的发言人专门引经据典说明动用外汇

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

储备向国有银行注资符合外汇储备维护金融整体稳定的定位，国际上也有先例。外汇储备属于中央银行的资产，使用外汇储备也要调整央行资产结构，与过去采用过的形式是一样的。外管局为什么会有专门的澄清呢？想必还是外汇储备作为注资这种形式不为大家熟悉，容易引起误解。事实上，如果扣减掉这450亿美元，到2003年底，我们的外汇储备规模为4032.5亿美元，比上年末增加了1168.4亿美元，是外汇储备增加最多的一年，也就是在这过去的一年中，人民币面临着前所未有的升值压力，如何化解这种压力一直是比较令人头痛的事情，开放QDII的建议有，扩大海外投资的建议也有，而与此同时，中国政府在国际市场上抛售美国政府债券的报道也频频见报。此番国务院批准以外币注资既在意料之外，又在情理之中，既补充了两家银行的资本金，又减了外汇储备，更在一定程度上化解了人民币升值的压力，可以说是一石三鸟。

四大商业银行的股份制改革一直是件挠头的事，不改制行不行？

我们先来看一组数据。截止到2001年底，四家国有商业银行的银行贷款为7万亿（今年已超过9万亿），不良贷款为17656亿，占25.37%，这其中的6000亿是实际的损失，占8%左右。根据中央金融工作会议的要求，到2005年底4家商业银行的不良贷款比例要下降到15%左右。建设总行的丁茂战博士撰文指出，即使按照谨慎的原则，按照未来几年不良资产能够控制在10%的高标准上，新增的不良资产也会有5800亿之巨，这意味着四大行到2005年时要处置的不良资产贷款将达到23466亿元，而目前国有四大商业银行的实收资本总额只有6000亿左右，纯利只有几百亿元，以这样的家底和业绩要冲销如此巨额呆坏账，根本就是不可能的事情。要把不可能的事情变成可能的事情，办法一是不良资产的二次剥离，办法二就是改制上市。

但是按照四大行目前的规模，任何一家在国内上市都会压垮A股市场。

工、中、建四家银行2002年底拥有的净资本额分别为1588亿元、1882亿元、1283亿元。丁战茂根据2001年底的数值计算发现。四大行如果按照民生银行流通股占发起人股本25.36%的比例，以同样11.8元的IPO价筹资，四大行的平均筹资额是4225.36元，总筹资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

额将达16902.74亿元，是最近几年年均上市93家公司筹资总额的3倍和12倍；如果按浦发银行流通股占发起人股本19.9%的比例，以同样10元的IPO价筹资，上述值为2809.9亿元和11239.58亿元，为年均上市公司筹额总额的2倍和8倍多；如果按照招商银行流通股占发起人股35.7%的比例，以同样每股7.3元的IPO价筹资，上述值分别为2.8倍和11倍。也就是说任何一家国有商业银行上市，其筹资总额都将远远超过中国股市年筹资量的总和，而中国股市的流通市场一共才1万多亿。

A股市场难承受，国内法人投资者也不好找。按照上面的模式配套，四大商业银行如果同时整体上市，最少的法人资本金要拿出19975.6亿元，这个数额悲观地讲，恐怕10年中间都只能画饼充饥。

既然股份制改造非进行不可，既然国内A股市场难以承受四大商业银行的IPO，那么眼光向外，“曲线救国”就是惟一的选择。

应该讲，2003年底中国人保和中国人寿在香港的成功发行让我们看到了海外上市的巨大希望。尤其是中国人寿，获得130倍超额认购，冻结金额达2300亿，创下10年来最多招股金纪录，国际配售的申请认购额达500亿美元，最终的融资额超过30亿美元，成为2003年全球最大的IPO项目。中国人寿上市并非一帆风顺，之所以能引起热烈反响和母公司剥离不良保单及296亿的注资有极大的关系。

虽然，我们目前不知道450亿美元有多少将注入中行和建行，但是这两家银行率先上市的信息却已经非常透明。其中建行作为股本最小的银行和资产质量最优的银行据称已经完成了清产核资的阶段，极有可能在春暖花开的季节就登陆香港和纽约，而届时他们在海外受到的欢迎又有可能回过头来给内地银行股以刺激和信心，带动A股市场走出盘局。果真如此，450亿美元就会变成一根撬动整个中国金融体系的杠杆，价值多少，谁也不敢猜想。

6. 温家宝亲自拿起手术刀

如果把中国银行业的股份制改造比作一次外科手术，那么主刀的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

医生就是温家宝。

2004 年 3 月 2 日，两会开幕的前一天，温家宝主持国务院常务会议，研究部署中国银行、中国建设银行股份制改造的试点工作，提出改革试点工作的总体目标和主要任务。至此，两大银行的海外上市开始迈出实质性的第一步。两会前夕，作为国务院总理的温家宝可谓日理万机。在这种情况下专门召开国务院常务会讨论两个银行的股份制改造，足见金融机构的命运在这位总理心目中的分量。两家银行的股份制改造需要国务院常务会研讨，足见国有商业银行的改造之复杂和艰难。这种荣幸是沪深两市已经上市的深发展、浦发行、招商行以及华夏银行望尘莫及，想都不敢想的。其实，不止金融机制，沪深股市全部 1300 多家上市公司又有哪家上过国务院办公会？

更出乎人们意料的是，中行和建行的股份制改造出现在 3 月 5 日温家宝总理所作的政府工作报告之中。当天下午，北京电视台证券无限周刊的记者致电水皮询问看法，水皮表示这对中国资本市场而言应该是个利好消息。

为什么这么说呢？

一方面，我们知道中国上市公司，尤其是国有企业改制而来的，往往“换汤不换药”，带有先天的历史遗留问题和后天的公司治理缺陷，造成市场有限的宝贵资源的劣化配置和浪费；另一方面，扩大直接融资比例的要求又注定中国市场在今后看得见的未来依然为国有企业公有制的有效实践途径作贡献。要化解这两者的矛盾，就要求从源头牢牢把握上市公司的质量，做到有效融资的同时给予广大投资者以有效投资的回报。温家宝亲自过问和审议两大银行的股份制改造方案有利消除可能存在的隐患，提升市场的信心，温家宝在拿总理和政府的信誉为两大商业银行作担保，我们还有什么信不过的呢？

中国的金融机构有多脆弱不是由我们自己说了算的。从呆坏账的比例看，整个金融机构官方公布的比例是 15%，但是国际上普遍持悲观观点。早先央行宣布以 450 亿美元外汇为中行和建行注资补充资本金也说明了这一点。美联储主席格林斯潘日前在给美国参议院银行委员会的书面报告中曾声称，人民币过早自动浮动会殃及全球，理由就是作为一个新兴市场，中国金融的不稳定将危害全球经济的前景，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

届时美国亦不能避免。格林斯潘甚至提示中国银行的负债总额有可能超过总资产。

在国务院常务会确定的中行、建行改制要求中，明确要求用3年时间，把两家试点改造成具有国际竞争力的现代化商业银行。重点工作有6项，核心是建立法人治理结构。

首先，是建立规范的股东大会、董事会、监事会，建立主管目标经营和问责制度；

其次，是建立科学的决策机制、内部控制和风险控制，实现自主经营、自负盈亏、自担风险、自我发展；

再者，稳步推进资本重组，公平、公开、公正地选择境内外战略投资者；

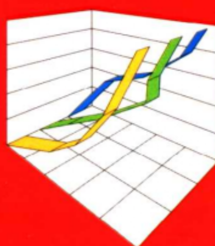
第四，建立市场化人力资源管理体制，引进人才；

第五，作好不良资产处置、查处违法违规案例，依法追究有关人员的责任；

第六，确保国家注资安全，实现保值增值。

这6项工作以国务院指示部署，表明了中国政府只许成功不许失败的决心和魄力。投资者可以预期的是，在这两大行以及后继的工行和农行的上市过程中，中国股市将可望得到一个相对稳定的投资环境，温家宝不会允许这试点那试点来干扰影响这项中心工作安排的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



谁在鱼肉中国股市

ShuizaiYurouZhongguogushi



ISBN 7－5017－0462－7／F・365
定价：32.00元